



Escola Superior de Tecnologia e Gestão
Instituto Politécnico da Guarda

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA INVESTIGAÇÃO APLICADA AO SETOR DOS LATICÍNIOS DA REGIÃO DA SERRA DA ESTRELA

**PROJETO APLICADO PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE
EM GESTÃO, ESPECIALIZAÇÃO EM EMPREENDEDORISMO E
INOVAÇÃO**

ANA CRISTINA SANTOS MORAIS

Fevereiro / 2013



Escola Superior de Tecnologia e Gestão
Instituto Politécnico da Guarda

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA INVESTIGAÇÃO APLICADA AO SETOR DOS LATICÍNIOS DA REGIÃO DA SERRA DA ESTRELA

**PROJETO APLICADO PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE
EM GESTÃO, ESPECIALIZAÇÃO EM EMPREENDEDORISMO E
INOVAÇÃO**

Orientador: Prof.^a Doutora Maria de Fátima David

Coorientador: Prof.^a Doutora Rute Maria Abreu

ANA CRISTINA SANTOS MORAIS

Fevereiro / 2013

AGRADECIMENTOS

Todos os dias da minha vida dedicados à vida académica foram, sem dúvida, dias aliciantes e motivadores, no entanto a realização do Mestrado em Gestão: Especialização em Empreendedorismo e Inovação, bem como a realização deste Projeto Aplicado constitui um dos desafios mais importantes ao nível académico, quer em termos do conhecimento adquirido, quer em termos das relações pessoais que se foram desenvolvendo e consolidando, tornando a realização deste Projeto uma realidade.

Desta forma, agradeço, em primeiro lugar, à minha Orientadora, Prof.^a Doutora Maria de Fátima David, e à minha Coorientadora, Prof.^a Doutora Rute Maria Abreu, por, para além de serem minhas professoras, terem sido minhas “amigas”, pois em todo o tempo que me acompanharam demonstraram as qualidades profissionais e humanas que lhe são reconhecidas. Todas as palavras que lhes possa dedicar são poucas para expressar a dedicação, o empenho e a disponibilidade que tiveram comigo ao longo destes anos.

Agradeço ao meu marido, pela força e pelo apoio que sempre me demonstrou durante o período letivo do Mestrado e durante o percurso de investigação deste Projeto Aplicado, bem como ao longo de toda a nossa vida em comum.

Agradeço aos meus pais, pelo seu carinho e persistência.

Agradeço à minha entidade empregadora pelo tempo cedido.

Agradeço a todos os que, de forma direta ou indirecta, contribuíram e apoiaram a realização desta investigação.

Bem hajam!

RESUMO

O presente Projeto Aplicado pretende efetuar uma avaliação das empresas produtoras de queijo, à luz da realidade nacional do setor dos laticínios e da sua estrutura de mercado em Portugal, em geral, e na região da Serra da Estrela, em particular. Para tal, a investigação centra-se, inicialmente, na análise da viabilidade económico-financeira das empresas do setor de laticínios da região da Serra da Estrela, enquanto localizadas numa região de interior e influenciadas pela desertificação e envelhecimento das suas populações, para, posteriormente, se aplicarem os principais modelos de avaliação de empresas e respetivos pressupostos. De referir que, a avaliação de empresas foi precedida de uma abordagem teórica da normalização contabilística em Portugal de forma a contextualizar as empresas da amostra, uma vez que em Janeiro de 2010, data em que teve início a investigação, entrou em vigor em Portugal o novo Sistema de Normalização Contabilística (SNC).

Metodologicamente, foi desenvolvida uma análise exploratória longitudinal considerando, por um lado, a fundamentação conceptual do reporte financeiro aplicável ao setor dos laticínios e, por outro lado, a prestação de contas dos exercícios económicos de 2005 a 2009 das empresas em referência. Após a revisão da literatura, seguiu-se a recolha de informação, a análise e tratamento dos dados obtidos, bem como a apresentação dos resultados. Na medida em que a prestação de contas das empresas da amostra foi elaborada de acordo com o Plano Oficial de Contabilidade (POC), houve a necessidade de fazer a transposição da mesma para o normativo legal vigente à presente data.

Os resultados obtidos evidenciam, entre outras especificidades do setor, as dificuldades financeiras face à atual conjuntura económica, pese embora, através de uma atitude dinâmica, evolutiva e ajustada, as empresas produtoras de queijo na região da Serra da Estrela tenham respondido aos impulsos dos mercados, aumentando por isso o seu valor. Nessa medida, ocorreram processos de integração agrária, desde a produção de leite até à transformação e distribuição de produtos láteos, assentes na especialização, afetando positivamente o seu desempenho. Em resumo, as empresas em estudo têm uma forte base natural do seu processo produtivo, beneficiando de uma imagem associada à preservação do meio ambiente, bem como de uma função social relacionada com o emprego, a qualidade de vida e o bem-estar das populações.

Palavras-chave: Análise Económica e Financeira, Avaliação de Empresas, Setor dos Laticínios, Serra da Estrela, Portugal.

ABSTRACT

The present Applied Project aims to make an assessment of the firms producing cheese in light of the reality of the national dairy industry and its market structure in Portugal, in general, and in Serra da Estrela, in particular. For this, the research focuses initially on the analysis of the economic and financial viability of the dairy sector firms in *Serra da Estrela* region, while located in an interior region and influenced by desertification and aging of their populations for later, applying the main models of firms evaluation and their respective assumptions. It is noted that the evaluation of the firms was preceded by a theoretical approach of accounting standards in Portugal in order to contextualize the sample firms, since January 2010, when the research began, came into force in Portugal new Accounting Standards System (SNC, in Portuguese)

Methodologically, was developed a longitudinal exploratory analysis considering on one hand, the conceptual rounding of financial reporting applicable to the dairy sector and, on the other hand, the accountability of the financial years 2005 to 2009 of the firms in question. After reviewing the literature, was followed the information gathering analysis and processing of the obtained data, as well as the presentation of results. Insofar as the accountability of the firms sample was elaborated according with the Official Accounting Plan (POC, in Portuguese), it was necessary to make the transposing of it to the normative law in force at the present date.

The results show, among other specificities of the sector, the financial difficulties facing the current economic conjuncture, despite through a dynamic attitude, evolutionary and adjusted, the firms producing cheese in *Serra da Estrela* have responded to the impulses of markets, increasing therefore, its value. To that extent, there were agrarian integration processes, from milk production to processing and distribution of dairy products, based on expertise, positively affecting their performance. In summary, the firms studied have a strong natural base of its production process, benefiting from an image associated to the environment preservation, as well as a social function related to employment, quality of life and well-being of populations.

Key words: Economic and Financial Analysis, Firms Valuation, Dairy Sector, *Serra da Estrela*, Portugal.

ÍNDICE

	Pág.
Glossário de Siglas	vii
Índice de Gráficos	x
Índice de Quadros	xi
 INTRODUÇÃO	 1
 PARTE I – ANÁLISE TEÓRICA	 6
 Capítulo 1 – Contexto da Normalização Contabilística	 7
1.1. Enquadramento	7
1.2. Antecedentes do SNC	10
1.3. Estrutura Conceptual do SNC	17
1.4. Normas Contabilísticas do SNC	23
1.5. Modelos das Demonstrações Financeiras do SNC	29
1.6. Considerações Finais	36
 Capítulo 2 – Contexto da Avaliação de Empresas	 38
2.1. Enquadramento	38
2.2. Conceitos Aplicados na Avaliação de Empresas	40
2.3. Modelos de Avaliação Baseados no Balanço	47
2.4. Modelos de Avaliação Baseados na Demonstração de Resultados	53
2.5. Modelos de Avaliação Baseados no Mercado	56
2.6. Considerações Finais	59
 Capítulo 3 – Contexto do Setor Alimentar	 61
3.1. Enquadramento	61
3.2. Caracterização do Setor	63
3.3. Análise Económica do Setor	72
3.4. Análise Financeira do Setor	78
3.5. Considerações Finais	83

PARTE II – ANÁLISE EMPIRICA	85
Capítulo 4 – Análise das Empresas do Setor dos Laticínios	87
4.1. Enquadramento	87
4.2. Análise do Balanço	89
4.3. Análise da Demonstração de Resultados	103
4.4. Análise da Demonstração de Fluxos de Caixa	111
4.5. Considerações Finais	117
Capítulo 5 – Avaliação das Empresas do Setor dos Laticínios	121
5.1. Enquadramento	121
5.2. Metodologia e Desenho da Investigação	122
5.3. Análise Económica e Financeira	123
5.4. Avaliação das Empresas	136
5.5. Considerações Finais	145
CONCLUSÃO	146
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	151
Anexo 1: Balanços Funcionais	162
Anexo 2: Demonstrações GVR	168

GLOSSÁRIO DE SIGLAS

ABDR	Anexo ao Balanço e à Demonstração dos Resultados
AECA	<i>Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas</i>
ANIL	Associação Industrial de Laticínios
ANCOSE	Associação Nacional Criadores Ovinos Serra da Estrela
AR	Assembleia da República
BdP	Banco de Portugal
CAE	Código da Atividade Económica
Cc/P	Custos com Pessoal
CE	Comunidade Europeia
CEE	Comunidade Económica Europeia
CMVMC	Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas
CNC	Comissão de Normalização Contabilística
CP	Capitais Permanentes
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DC	Directrizes Contabilística
DF	Demonstrações Financeiras
DFC	Demonstração de Fluxos de Caixa
DOP	Denominação de Origem Protegida
DR	Demonstração dos Resultados
DRAEDM	Direção Regional de Agricultura de Entre-Douro e Minho
EC	Estrutura Conceptual
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
FEP	Faculdade de Economia da Universidade do Porto
FM	Fundo de Maneio
FSE	Fornecimentos e Serviços Externos
GCA	Grau Combinado de Alavanca
GEA	Grau Económico de Alavanca
GFA	Grau Financeiro de Alavanca
GVR	Gastos-Volume-Resultados
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>

IFRIC	<i>IFRS Interpretations Committee</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IM	Indicador de Mercado
INE	Instituto Nacional de Estatística
IT	Interpretações Técnicas
KMO	<i>Kaiser-Meyer-Olkin</i>
MADRP	Ministério da Agricultura do Desenvolvimento Rural e das Pescas
MF	Ministério das Finanças
MFAP	Ministério das Finanças e da Administração Pública
MFJ	Ministério das Finanças e da Justiça
MFP	Ministério das Finanças e do Plano
MPCEF	Ministérios do Plano e Coordenação Económica e das Finanças
MS	Margem de Segurança
NC-ESNL	Norma Contabilística para Entidades do Setor Não Lucrativo
NCM	Norma Contabilística para as Microentidades
NCRF	Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro
NCRF-PE	Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades
NFM	Necessidades de Fundo de Maneio
NIC	Norma Internacional de Contabilidade
NUT	Nomenclatura de Unidade Territorial
PAC	Política Agrícola Comum
PBV	<i>Price to Book Value</i>
PC	Ponto Crítico
PCF	<i>Price to Cash-Flow</i>
PCGA	Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites
PCM	Presidência do Conselho de Ministros
PE	Parlamento Europeu
PEG	<i>Price Earnings to Growth</i>
PER	<i>Price Earnings Ratio</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
PMF	Ponto Morto Financeiro
PMP	Prazo Médio de Pagamentos
PMR	Prazo Médio de Recebimentos
POC	Plano Oficial de Contabilidade

PS	<i>Price to Sales</i>
RAI	Resultado Antes de Impostos
RC	Resultados Correntes
RE	Resultados Extraordinários
RF	Resultados Financeiros
RLE	Resultado Líquido do Exercício
RNB	Rendimento Nacional Bruto
RO	Resultados Operacionais
SIMA	Sistema Informação de Mercados Agrícolas
SNC	Sistema de Normalização Contabilístico
SNF	Sociedades Não Financeiras
SIC	<i>Standing Interpretations Committee</i>
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
TL	Tesouraria Líquida
UE	União Europeia
UCP	Universidade Católica Portuguesa
VAB	Valor Acrescentado Bruto
VAL	Valor Acrescentado Líquido
VN	Volume de Negócios

ÍNDICE DE GRÁFICOS

	Pág.
Gráfico 1. Volume de Negócios das Indústrias Alimentares, 2006-2009	73
Gráfico 2. Custos Operacionais das Indústrias Alimentares, 2006-2009	74
Gráfico 3. EBITDA das Indústrias Alimentares, 2006-2009	76
Gráfico 4. Rendibilidade dos Capitais Próprios das Indústrias Alimentares, 2006-2009	76
Gráfico 5. Autonomia Financeira das Indústrias Alimentares, 2006-2009	78
Gráfico 6. Custos Financeiros das Indústrias Alimentares, 2006-2009	79
Gráfico 7. Prazo Médio de Pagamentos das Indústrias Alimentares, 2006-2009	80
Gráfico 8. Prazo Médio de Recebimentos das Indústrias Alimentares, 2006-2009	81
Gráfico 9. Distribuição Espacial das Empresas pelos Fatores	144

ÍNDICE DE QUADROS

	Pág.
Quadro 1: Evolução Histórica do POC	10
Quadro 2. Caraterísticas da Informação Financeira segundo o POC	12
Quadro 3. Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites	13
Quadro 4. Evolução Histórica do SNC	14
Quadro 5. Legislação Nacional que regula o SNC	16
Quadro 6. Elementos das Demonstrações Financeiras	18
Quadro 7. Definições de Diferentes Bases de Mensuração	20
Quadro 8. Caraterísticas da Informação Financeira segundo o SNC	21
Quadro 9. Normas Contabilísticas de Relato Financeiro do SNC	23
Quadro 10. Comparação dos Pontos Constantes das Normas Contabilísticas	27
Quadro 11. Quadro Síntese das Classes de Contas do POC vs SNC	28
Quadro 12. Comparação das Demonstrações Financeiras entre Regimes	30
Quadro 13. Comparação das Notas dos Anexos entre Regimes	34
Quadro 14. Conceitos de «Valor»	41
Quadro 15. Custo <i>versus</i> Justo Valor	42
Quadro 16. Conceito de «Avaliação» a Nível Nacional	43
Quadro 17. Conceito de «Avaliação» a Nível Internacional	44
Quadro 18. Razões de Elaboração dos Modelos de Avaliação Baseados no Balanço	52
Quadro 19. Peso do Setor Alimentar, 2000 e 2009	63
Quadro 20. Composição do Setor Alimentar por Dimensão das Empresas, 2009	64
Quadro 21. Produção por Tipo de Leite Anual, 2005-2011	66
Quadro 22. Produção por Tipo de Queijo Anual, 2005-2011	68
Quadro 23. Efetivos Bovinos, Ovinos e Caprinos por Nuts II, 2005-2011	69
Quadro 24. Preço do Queijo Bola/Barra, 2005-2011	70
Quadro 25. Preço do Queijo de Ovelha, 2005-2011	70
Quadro 26. Comércio Internacional de Queijo e Requeijão, 2005-2011	71
Quadro 27. Evolução do PIB e do RNB, 2005-2011	72
Quadro 28. Evolução do Consumo Capital, Rendimento Disponível e Poupança, 2005-2011	77
Quadro 29. Análise SWOT do Setor dos Laticínios	82
Quadro 30. Total do Balanço das Empresas, 2005-2009	90
Quadro 31. Total de Vendas Líquidas e Outros Rendimentos das Empresas, 2005-2009	90

Quadro 32. Número de Colaboradores das Empresas, 2005-2009	90
Quadro 33. Balanço da Empresa AA, Lda., 2005-2009	92
Quadro 34. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa AA, Lda., 2005-2009	93
Quadro 35. Balanço da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	94
Quadro 36. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	96
Quadro 37. Balanço da Empresa QM, Lda., 2005-2009	96
Quadro 38. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa QM, Lda., 2005-2009	97
Quadro 39. Balanço da Empresa QT, SA, 2005-2009	99
Quadro 40. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa QT, SA, 2005-2009	100
Quadro 41. Balanço da Empresa RG, SA, 2005-2009	101
Quadro 42. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa RG, SA, 2005-2009	102
Quadro 43. Demonstração de Resultados da Empresa AA, Lda., 2005-2009	104
Quadro 44. Aplicações GVR da Empresa AA, Lda., 2005-2009	105
Quadro 45. Demonstração de Resultados da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	106
Quadro 46. Aplicações GVR da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	106
Quadro 47. Demonstração de Resultados da Empresa QM, Lda., 2005-2009	107
Quadro 48. Aplicações GVR da Empresa QM, Lda., 2005-2009	108
Quadro 49. Demonstração de Resultados da Empresa QT, SA, 2005-2009	108
Quadro 50. Aplicações GVR da Empresa QT, SA., 2005-2009	109
Quadro 51. Demonstração de Resultados da Empresa RG, Lda., 2005-2009	110
Quadro 52. Aplicações GVR da Empresa RG, Lda., 2005-2009	110
Quadro 53. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa AA, Lda., 2005-2009	112
Quadro 54. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	113
Quadro 55. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa QM, Lda., 2005-2009	114
Quadro 56. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa QT, SA., 2005-2009	115
Quadro 57. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa RG, Lda., 2005-2009	116
Quadro 58. Rácios de Desempenho da Empresa AA, Lda., 2005-2009	124
Quadro 59. Rácios de Desempenho da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	126
Quadro 60. Rácios de Desempenho da Empresa QM, Lda., 2005-2009	127
Quadro 61. Rácios de Desempenho da Empresa QT, Lda., 2005-2009	128
Quadro 62. Rácios de Desempenho da Empresa RG, Lda., 2005-2009	129
Quadro 63. Rácios Financeiros da Empresa AA, Lda., 2005-2009	131
Quadro 64. Rácios Financeiros da Empresa LCB, Lda., 2005-2009	132
Quadro 65. Rácios Financeiros da Empresa QM, Lda., 2005-2009	133
Quadro 66. Rácios Financeiros da Empresa QT,SA, 2005-2009	134

Quadro 67. Rácios Financeiros da Empresa <i>RG, Lda.</i> , 2005-2009	135
Quadro 68. Custo Médio Ponderado do Capital das Empresas da Amostra	137
Quadro 69. <i>Free Cash-Flow</i> da Empresa <i>AA, Lda.</i>	138
Quadro 70. <i>Free Cash-Flow</i> da Empresa <i>LCB, Lda.</i>	139
Quadro 71. <i>Free Cash-Flow</i> da Empresa <i>QM, Lda.</i>	139
Quadro 72. <i>Free Cash-Flow</i> da Empresa <i>QT,SA</i>	140
Quadro 73. <i>Free Cash-Flow</i> da Empresa <i>RG, Lda.</i>	140
Quadro 74. Avaliação Comparativa do Valor das Empresas da Amostra	141
Quadro 75. Análise das Estatísticas <i>KMO</i> e <i>Bartlett</i>	142
Quadro 76. Análise Fatorial das Empresas da Amostra	142
Quadro 77. Valor Médio da Demonstração de Resultados, 2005-2009	143

INTRODUÇÃO

Desde os tempos dos nossos ancestrais que a produção de leite e seus derivados fazem parte da economia do país e do sustento das famílias portuguesas, sendo uma consequência das condições climáticas e geográficas de Portugal, onde abundam os pastos verdejantes e a pastorícia. Em Portugal, à semelhança de Espanha, Grécia, Itália e Áustria, as zonas montanhosas cobrem mais de 50% do território (PE, 2008b). Este facto terá levado o Parlamento Europeu (PE) a exortar a Comissão Europeia a elaborar uma estratégia da União Europeia (UE) a favor das zonas de montanha e a solicitar uma ajuda financeira diferenciada para a indústria de laticínios.

Assim, o relatório sobre a situação e as perspectivas da agricultura nas regiões montanhosas (2008/2066 (INI)), elaborado pelo eurodeputado italiano Michl Ebner, sublinha a importância de “*delimitar as zonas de montanha como condição prévia para a adopção de medidas específicas*”, bem como a necessidade de uma “*diferenciação objectiva destas zonas em função do nível das suas desvantagens naturais*” (PE, 2008b). Neste sentido, o PE defende que a estratégia da UE a favor das zonas de montanha deve incluir medidas destinadas a proteger e promover os produtos típicos regionais e tradicionais ou os seus métodos de fabrico e certificação, para além de que, nos programas de promoção da UE, deve estar prevista uma dotação especial para produtos alimentares de alta qualidade, como por exemplo o queijo produzido em pastagens e explorações agrícolas de montanha (PE, 2008b).

Em termos de localização geográfica, por Código da Atividade Económica (CAE), verifica-se que a CAE 105 – Indústria de Laticínios concentra 10,7% do número de empresas no distrito de Lisboa, 10% no distrito de Évora e 9,7% no distrito da Guarda (BdP, 2011). Os laticínios, nomeadamente o setor agro-alimentar, sempre se revelou um setor de extrema importância para a economia industrial, não só em termos de produção industrial, mas também pelo elevado número de produtores que dependem diretamente desse setor, especialmente em regiões do interior de Portugal, nomeadamente na região da Serra da Estrela.

Se, por um lado, os diversos agentes económicos intervenientes neste setor de atividade lhe reconhecem interesse, também, por outro lado, os sucessivos Governos lhe prestaram atenção, através da concessão de subsídios, da imposição de legislação protecionista ou, até mesmo, da atribuição de incentivos financeiros. De facto, ao longo dos tempos foram ocorrendo alterações

profundas nas estruturas de produção de leite e de queijo em Portugal, com consequências diretas nas explorações de leite, ao nível da higienização e tamanho das explorações, e nas empresas transformadoras, em termos do alargamento das instalações, da inovação dos equipamentos e dos processos de produção.

Face ao enquadramento exposto, o presente Projeto Aplicado pretende como **objetivo principal** efetuar uma avaliação das empresas de laticínios na região do Interior de Portugal, mais concretamente às empresas produtoras de queijo na região da Serra da Estrela. Desta forma, à luz da realidade nacional do setor dos laticínios e da sua estrutura de mercado em Portugal, em geral, e na região da Serra da Estrela, em particular, a investigação centra-se na análise e aplicação dos principais modelos de avaliação de empresas e respetivos pressupostos.

Adicionalmente ao objetivo principal existe um **objetivo secundário** que consubstancia o primeiro e que visa analisar a viabilidade económico-financeira das empresas do setor de laticínios, especificamente da região da Serra da Estrela, enquanto localizadas numa região de interior e influenciadas pela desertificação e envelhecimento das suas populações. Castanheira et al. (2007) afirmam que a fileira do setor de laticínios apresenta uma estrutura atomizada e dispersa de explorações com baixa dimensão económica, com deficiências estruturais e dificuldades no cumprimento de normas higiénico-sanitárias e ambientais, em paralelo com uma estrutura de produção industrial de unidades de grande e média produção, associada a um número elevado de pequenas instalações de produção de queijo artesanal. Contudo, o setor dos laticínios, por ser uma actividade tipicamente local, com uma longa tradição, é dos poucos setores que, embora com muitos problemas e dificuldades derivadas da conjuntura económica que o país atravessa, continua a manter postos de trabalho e produção ativos, pelo que a sua expressão em termos regionais continua a ser da máxima importância.

Assim, como **metodologia de investigação** desenvolveu-se, para a concretização da análise teórica, uma revisão de literatura científica e normativos legais para contextualizar: em primeiro lugar, a normalização contabilística em Portugal; em segundo lugar, a avaliação de empresas e os respetivos modelos; e em terceiro lugar, a realidade do setor de laticínios em Portugal, em geral, e na região da Serra da Estrela, em particular. Para a concretização da análise empírica, procedeu-se a uma análise exploratória longitudinal considerando, por um lado, a fundamentação conceptual do reporte financeiro aplicável ao setor dos laticínios e, por outro lado, os Relatórios e Contas dos exercícios económicos de 2005 a 2009 das empresas de laticínios da região da Serra da Estrela. O ano de 2009 justifica-se por ser o exercício económico mais recente com dados disponíveis e

definitivos, enquanto o ano de 2005 satisfaz o requisito de recolha de informação para um período de, segundo Martins (2007), idealmente, 5 anos para poder fazer a análise da evolução da empresa.

Neste sentido, seguiu-se a metodologia de Yin (2008), ao justificar, pela sua especificidade, a utilização científica de diferentes relatórios anuais, representando a realidade que se pretende estudar, de forma a testar-se a aplicação dos conceitos teóricos. A informação foi recolhida dos documentos de prestação de contas, nomeadamente balanço e demonstração de resultados, tendo sido solicitados pela internet, através do Portal da Empresa (www.portaldaempresa.pt). A recolha e tratamento desta informação originaram a análise descritiva dos valores obtidos em cada ano, sendo acompanhada da análise de indicadores/rácios que apoiam a avaliação subsequente das empresas em referência.

Na execução desta metodologia e na prossecução dos objetivos propostos, o presente Projeto Aplicado **estrutura-se em cinco capítulos**, agrupados em duas partes, que se relacionam entre si. A primeira parte é constituída por três capítulos, respeitantes à análise teórica, e a segunda parte é constituída por mais dois capítulos, respeitantes à análise empírica.

No primeiro capítulo, efetua-se a contextualização da normalização contabilística em Portugal, iniciando-se com uma retrospectiva dos antecedentes do Sistema de Normalização Contabilístico (SNC), para de seguida se apresentar a estrutura conceptual do mesmo, suas normas contabilísticas e modelos das demonstrações financeiras. De referir que, os Relatórios e Contas dos exercícios económicos de 2005 a 2009 das empresas em estudo foram elaborados de acordo com o Plano Oficial de Contabilidade (POC), pelo que houve a necessidade de fazer a sua transposição para o novo normativo legal vigente à presente data.

No segundo capítulo, realiza-se a contextualização da avaliação de empresas, explanando diferentes conceitos desta temática e um diversificado conjunto de modelos para analisar o valor das empresas. De entre os modelos possíveis, optou-se por abordar três tipos de modelos, tendo em conta o tipo de empresas que constituem a amostra do estudo. O primeiro conjunto de modelos, são os modelos de avaliação baseados no balanço, que analisa a empresa e o seu ambiente através do ativo, do passivo e do capital próprio (componente estática). O segundo, são os modelos de avaliação baseados na demonstração de resultados, que analisa a empresa e o seu ambiente através do resultado evidenciado na demonstração de resultados e destaca os seus efeitos, ou seja, inclui na análise a persistência da influência sobre o valor, o poder e a previsão (componente evolutiva). O terceiro, são os modelos de avaliação baseados no mercado, que têm no mercado as referências

para se poderem fazer comparações entre empresas. Estas referências podem ser, por um lado, as empresas concorrentes com cotação no mercado, ou que tenham sido adquiridas e utilizam-se os preços de transação como base comparativa com a empresa ou o negócio que se pretende avaliar e, por outro lado, os ativos, em que o seu valor é obtido por comparação com ativos similares ou comparáveis aos quais o mercado atribui valores de transação. Em ambas as situações, relaciona-se esse valor de mercado com grandezas representativas do valor patrimonial ou do rendimento.

No terceiro capítulo faz-se a contextualização do setor alimentar, com vista a evidenciar as suas características básicas e a forma como a diminuição do número de efetivos de ovinos, a quebra da produção de leite e de queijo e a internacionalização da economia, condiciona as empresas em estudo, na medida em que as mesmas têm vindo a ser confrontadas com clientes cada vez mais exigentes e com empresas multinacionais que apresentam preços agressivamente mais baixos e com redes de distribuição fortes. Neste âmbito, apresenta-se uma análise económica e financeira deste setor.

Constituindo estes três capítulos iniciais a análise teórica da investigação, é na segunda parte deste Projeto que se efetua a análise empírica. Assim, no quarto capítulo efetua-se a análise económica e financeira das empresas do setor dos laticínios da região da Serra da Estrela, para tal realiza-se a análise do balanço, da demonstração de resultados e da demonstração de fluxos de caixa, apoiados pelo balanço funcional e pela demonstração de resultados pela teoria Gastos-Volume-Resultados (GVR), para cada uma das cinco empresas alvo deste estudo.

No quinto capítulo, para além de se sistematizar a metodologia e o desenho de investigação realizada, concretiza-se a avaliação das empresas do setor dos laticínios da região da Serra da Estrela, tendo por base a aplicação dos principais modelos de avaliação e respetivos pressupostos, apresentando-se previamente a análise económica e financeira das mesmas, tendo em consideração a análise de desempenho e a análise de solidez financeira.

Para finalizar, apresenta-se uma conclusão que pretende resumir os resultados obtidos, de forma a contribuir para o delinear de estratégias indispensáveis à obtenção de capacidade competitiva das empresas em estudo. Complementarmente são apresentadas as limitações do trabalho realizado e sugerem-se alguns desenvolvimentos futuros. Apesar de ser elaborado no âmbito académico, este Projeto Aplicado reveste-se de interesse profissional para todos os que desenvolvam atividade neste setor de atividade.

PARTE I
ANÁLISE TEÓRICA

Contexto da Normalização Contabilística

1.1. Enquadramento

A atual realidade empresarial é substancialmente diferente da vivida em décadas anteriores. Contudo, a imagem fiel e verdadeira transmitida pela contabilidade das empresas aos utentes da informação por ela produzida, é cada vez mais exigente e pertinente, pelo que manter as características da informação financeira, os princípios contabilísticos e os critérios de valorimetria referenciados pelo Plano Oficial de Contabilidade (POC) continuam a fazer sentido na atual conjuntura empresarial.

Portugal caracterizou-se até ao início da década de 70 por uma ausência de normas contabilísticas, tendo as empresas liberdade para elaborar a sua informação financeira. De facto, só em 1977 foi aprovado o primeiro Plano Oficial de Contabilidade (POC-77), através do Decreto-Lei nº 47/77, de 7 de fevereiro (MPCEF, 1977), com o objetivo de criar normas e princípios para apresentar as contas anuais das empresas e, consequentemente, as respetivas Demonstrações Financeiras (DF). Este normativo legal também criou, em conformidade com o seu artigo 4º, a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) com vista a assegurar o funcionamento e aperfeiçoamento da normalização contabilística. Contudo, esta entidade só viria a entrar em funcionamento em 13 de outubro de 1980, no cumprimento da Portaria nº 819/80 (MFP, 1980), reformulada pela Portaria nº 262/87, de 3 de abril (MF, 1987), que definiu as atribuições, organização e funcionamento da CNC, de forma a propor ao Estado a emissão de normas contabilísticas.

Por seu lado, o POC-77 foi revisto através do Decreto-Lei nº 410/89, de 21 de novembro (MF, 1989), em consequência da adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia (CEE) e da adoção da IV Diretiva da CEE, com vista a proteger os interesses dos *stakeholders* e a permitir a comparabilidade e equivalência da informação financeira divulgada. Todavia, dois anos antes da aprovação do POC-89, já a nível internacional se encontrava em vigor a Norma Internacional de Contabilidade (NIC, do inglês *International Accounting Standard* - IAS) nº 1 - *Divulgação de Políticas Contabilísticas* (CE, 2003), aprovada pelo *International Accountitng Standards Board* (IASB), permitindo que algumas das suas orientações viessem também a ser contempladas no processo de normalização contabilística em Portugal.

Com efeito, a NIC nº 1 definia três pressupostos contabilísticos fundamentais, que foram considerados no POC como princípios contabilísticos, nomeadamente: da continuidade, da consistência e do acréscimo. Adicionalmente, o POC acrescentava que, se estes princípios não fossem seguidos nas DF, tal facto devia ser divulgado nas notas das mesmas, juntamente com as respetivas razões, com o objetivo, segundo Bento e Machado (2007), de obter uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira e dos resultados das operações da empresa.

Em 19 de julho de 2002 é publicado o Regulamento (CE) nº 1606/2002 do Parlamento Europeu (CE, 2002), que impõe requisitos mínimos em matéria de adoção das NIC e estabelece a permissão para os Estados-membros, por opção, alargarem o leque de exigências de tais normas a outras contas e entidades, tendo a aplicação das NIC em todo o espaço comunitário como factor preponderante a existência de um mercado de capitais eficiente e como data de cumprimento 2005. Isto, com o objetivo de sujeitar as empresas europeias a um único conjunto de normas contabilísticas e, assim sendo, tomar como referencia o conjunto de normas internacionais elaboradas pelo IASB (Araújo, 2010). De acordo com Ding *et al.* (2005), a harmonização contabilística internacional teve como objetivos transmitir informação de qualidade aos seus utilizadores de forma a garantir a eficiência dos mercados, reduzir o custo de produção de informação e transmitir uma imagem única e fiável para o mercado.

Nestes termos, em 29 de setembro de 2003 foi aprovado o Regulamento (CE) nº 1725/2003 (CE, 2003), que adota as NIC nº 1 a nº 41 e suas interpretações, deste regulamento foram excluídas as NIC nº 32 (Instrumentos Financeiros: divulgação e apresentação) e a NIC nº 39 (Instrumentos Financeiros: reconhecimento e mensuração), bem como as suas interpretações, dado que as alterações em apreciação naquela data seriam muito profundas, pelo que não se justificava a sua adoção naquele momento. Mais tarde, o Regulamento (CE) nº 1126/2008, de 29 de novembro (CE, 2008), veio consolidar o texto relativo às NIC com o objetivo de simplificar a legislação comunitária relativa às normas de contabilidade, sendo oportuno por razões de clareza e transparência, incorporar num único texto as normas do Regulamento (CE) nº 1725/2003 (CE, 2003).

Portugal, através do Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), aprovou o SNC, com entrada em vigor em 1 de janeiro de 2010, tendo por objetivo a utilização generalizada das NIC pelas empresas, de forma a cumprir o objetivo de harmonizar a prática contabilística a nível europeu, de acordo com o Regulamento (CE) nº 1606/2002 (CE, 2002). Para o efeito, Portugal aprovou as Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF), as quais constituem o:

“(...) núcleo central do SNC, adaptadas a partir das normas internacionais de contabilidade adoptadas pela UE, cada uma delas constituindo um instrumento de normalização onde, de modo desenvolvido, se prescrevem os vários tratamentos técnicos a adoptar em matéria de reconhecimento, de mensuração, de apresentação e de divulgação das realidades económicas e financeiras das entidades” (MFAP, 2009a: 4376).

As NCRF, apesar de serem uma adaptação das normas internacionais de contabilidade adotadas pela UE, têm em conta o tecido empresarial português e o facto de algumas entidades aplicarem, por obrigação ou por opção, as citadas normas internacionais, nos termos do Regulamento (CE) nº 1606/2002, de 19 de julho (CE, 2002). Assim, o conjunto das NCRF pode não contemplar algumas normas internacionais e algumas NCRF podem dispensar a aplicação de determinados procedimentos e divulgações exigidos nas correspondentes normas internacionais, embora garantindo, no essencial, os critérios de reconhecimento e de mensuração contidos nessas normas (MFAP, 2009a).

Em suma, é possível identificar quatro fases no processo de normalização/harmonização contabilística em Portugal. A primeira fase ocorre entre 1976 e 1988, reportando-se à criação da CNC e do primeiro POC. A segunda fase verifica-se entre 1989 e 1991 fazendo referência à adesão à UE e consequente ajustamento do sistema de práticas e princípios contabilísticos portugueses à quarta e à sétima diretivas comunitárias. A terceira fase teve o seu período de ocorrência entre 1992 e 2005, referindo-se à emissão das Diretrizes Contabilísticas (DC) e Interpretações Técnicas (IT) por parte da CNC e clara aproximação do sistema de práticas e princípios contabilísticos portugueses às NIC. A quarta, e última fase, ocorreu entre 2003 e a atualidade, contemplando as linhas de orientação de um novo modelo de normalização contabilística nacional.

Face ao exposto, considerando a recente entrada em vigor do SNC, através do Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), entende-se ser necessário contextualizar este normativo contabilístico, dado que a aplicação empírica que será objeto de desenvolvimento no presente Projeto Aplicado tem por objeto DF do período 2005-2009, que pese embora tenham sido elaboradas em POC, foram transpostas para o normativo legal vigente à presente data. Por conseguinte, faz-se neste capítulo a retrospectiva dos antecedentes do SNC (ponto 1.2), para de seguida se apresentar a estrutura conceptual do mesmo (ponto 1.3), suas normas contabilísticas (ponto 1.4) e modelos das demonstrações financeiras (ponto 1.5). Por último, no ponto 1.6 sintetiza-se a análise realizada nos pontos anteriores.

1.2. Antecedentes do SNC

Antes de se iniciar a abordagem do Sistema de Normalização Contabilística, torna-se pertinente tecer uma breve referência ao normativo anterior (POC), por ser esse o normativo em vigor à data de elaboração das DF que são objeto da análise empírica realizada nesta investigação.

Desde a publicação do POC-77, pelo Decreto-Lei nº 47/77, de 7 de fevereiro, que o Governo tem:

“(...) o maior interesse em que a contabilidade das empresas esteja sujeita, sempre que possível, a um modelo geral e uniforme” (MPCEF, 1977: 200(6)).

Assim, para ir de encontro a esta preocupação, o POC-77 foi complementado com a publicação de doze notas interpretativas. Após este primeiro passo, para normalizar e harmonizar o processo contabilístico em Portugal, outros normativos legais se lhe seguiram, dos quais se destacam os que se apresentam no Quadro 1.

Quadro 1. Evolução Histórica do POC

Legislação	Conteúdo
Decreto-Lei nº 410/89, de 21 de novembro	Revê o Plano Oficial de Contabilidade, apelando à independência entre a contabilidade e a fiscalidade, para além de incluir nesse normativo as disposições das diretivas comunitárias, em consequência da adesão de Portugal em 1986 à CEE (MF, 1989).
Decreto-Lei nº 238/91, de 2 de julho	Aprova as normas de consolidação de contas, tendo como finalidade coordenar as legislações nacionais sobre a elaboração, a revisão de contas consolidadas, a publicidade das contas anuais consolidadas e o relatório consolidado de gestão, de forma a assegurar a comparabilidade e equivalência da informação financeira (MFJ, 1991).
Decreto-Lei nº 127/95, de 1 de junho	Introduz alterações aos Decretos-Lei anteriores, ao alargar o campo de aplicação das contas anuais e das contas consolidadas às sociedades em nome coletivo e em comandita simples (MF, 1995).
Decreto-Lei nº 44/99, de 12 de fevereiro	Obriga as empresas a adotarem o sistema de inventário permanente e a elaborarem a Demonstração dos Resultados por funções, bem como a definição dos elementos básicos que a listagem do inventário físico das existências deverá conter (MF, 1999a).
Decreto-Lei nº 367/99, de 18 de Setembro	Melhora o Decreto-Lei nº 410/89, nomeadamente no que respeita aos estatutos da Comissão de Normalização Contabilística (MF, 1999b).
Decreto-lei nº 79/2003, de 23 de abril	Determina que a aplicação do método de inventário permanente é obrigatória (MF, 2003).
Decreto-Lei nº 88/2004, de 20 de abril	Altera as regras de valorimetria aplicáveis às contas individuais e consolidadas de certas formas de sociedades, bem como dos bancos e de outras instituições financeiras. Este Decreto-Lei refere ainda que a adoção do sistema de contabilização pelo justo valor obriga, naturalmente, a bem da transparência da informação financeira, a que exista um alargamento das informações divulgadas nos anexos ao Balanço e à Demonstração dos Resultados, bem como nos respectivos relatórios de gestão (MF, 2004).
Decreto-Lei nº 35/2005, de 17 de fevereiro	Relativo às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros, prevendo a possibilidade de as entidades às quais não se apliquem as Normas Internacionais de Contabilidade optarem pela sua aplicação nos termos do Regulamento (CE) nº 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho (MFAP, 2005).

Fonte: Elaboração própria.

O POC aprovado pelo Decreto-Lei nº 410/89, de 21 de novembro (MF, 1989), além dos normativos apresentados no quadro anterior, foi ainda completado por vinte nove diretrizes contabilísticas e cinco interpretações técnicas. Este POC, durante 32 anos, foi o “manual” de referência para elaborar as DF, pelo que importa tecer-se, resumidamente, algumas considerações sobre as características da informação financeira e os princípios contabilísticos geralmente aceites (PCGA) nele previstos.

A informação financeira é produzida pelas empresas, sendo a responsabilidade da sua preparação das administrações, dos dirigentes e dos técnicos de contabilidade. A este propósito, o POC referia:

“A informação deve ser compreensível aos que a desejem analisar e avaliar, ajudando-os a distinguir os utentes de recursos económicos que sejam eficientes dos que o não sejam (...)” (Bento e Machado, 2007: 14).

Desta forma, a informação financeira pode ser utilizada por investidores, financeiros, trabalhadores, grupos sindicais, fornecedores, Estado e público em geral (Bento e Machado, 2007), sendo que quanto melhor for a qualidade da informação, melhor os seus utilizadores a podem utilizar no sentido de melhor tomarem decisões, fazendo análises e investimentos com maior certeza e rigor sobre a capacidade que a empresa tem em gerar resultados positivos, não esquecendo que a informação financeira tem de ser útil, ou seja, não deve haver demora na preparação da informação para que esta seja relevante na tomada de decisão dos *stakeholders*.

Neste sentido, no cumprimento do previsto no POC, uma boa informação financeira deve ser relevante, fiável e comparável (Quadro 2). Estas características são de extrema importância para a análise das demonstrações financeiras, pois só com a sua aplicação se obtém uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira, bem como dos resultados das operações realizadas pela empresa.

Contudo, diferentes *stakeholders* podem ter as mesmas necessidades e ao mesmo tempo competirem entre si, sendo desta forma necessário que todas as entidades se regulem por um conjunto de princípios, de forma a tornar as demonstrações financeiras comparáveis e de utilização geral a todos os *stakeholders*. Desta forma, a Directriz Contabilística (DC) nº 18, mencionava:

“A expressão “geralmente aceites” significa que um organismo contabilístico normalizador, com autoridade e de larga representatividade, estabeleceu um princípio contabilístico numa dada área ou aceitou como apropriado determinado procedimento ou

prática, atendendo à sua aplicação universalmente generalizada e ao seu enquadramento na estrutura conceptual” (CNC, 1997: 9416).

Quadro 2. Caraterísticas da Informação Financeira segundo o POC

Caraterísticas	Designação
Relevância	<p>A relevância é entendida como a qualidade que a informação tem de influenciar as decisões dos seus utentes, ao ajudá-los a avaliar os acontecimentos passados, presentes e futuros ou a confirmar ou corrigir as suas avaliações. Não sendo a materialidade uma qualidade da informação financeira, a mesma determina, porém, o ponto a partir do qual a mesma passa a ser útil. Assim, a informação é de relevância material se a sua omissão ou erro forem susceptíveis de influenciar as decisões dos leitores com base nessa informação financeira.</p> <p>Por conseguinte, a relevância e a materialidade estão intimamente ligadas, porque ambas são definidas em função dos utentes ao tomarem decisões. No entanto, a relevância parte da natureza ou qualidade da informação, enquanto a materialidade depende da dimensão da mesma. A relevância da informação pode ser perdida se houver demoras no seu relato; por isso, a informação deve ser tempestivamente relatada.</p>
Fiabilidade	<p>A fiabilidade é a qualidade que a informação tem de estar liberta de erros materiais e de juízos prévios, ao mostrar apropriadamente o que tem por finalidade apresentar ou se espera que razoavelmente represente, podendo, por conseguinte, dela depender os utentes.</p> <p>Para que a informação mostre apropriadamente as operações e outros acontecimentos que tenha por finalidade representar, é necessário que tais operações e acontecimentos sejam apresentados de acordo com a sua substância e realidade económica e não meramente com a sua forma legal, e para que seja fiável deve também e sobretudo ser neutra, ou seja, estar ausente de preconceitos.</p>
Comparabilidade	<p>A divulgação e a quantificação dos efeitos financeiros de operações e de outros acontecimentos devem ser registadas de forma consistente pela empresa e durante a sua vida, para identificarem tendências na sua posição financeira e nos resultados das suas operações. Por outro lado, as empresas devem adotar a normalização, a fim de se conseguir comparabilidade entre elas.</p> <p>A necessidade de comparabilidade não deve confundir-se com a mera uniformidade e não pode tornar-se um impedimento à introdução de conceitos, princípios e normas contabilísticas aperfeiçoados. Também a empresa não deve permitir-se continuar a contabilizar da mesma maneira uma dada operação ou acontecimento se a política contabilística adotada não se conformar com as caraterísticas qualitativas da relevância e da fiabilidade, nem, tão-pouco, deixar de alterar as suas políticas contabilísticas quando existam alternativas relevantes e fiáveis.</p>

Fonte: Adaptado de Bento e Machado (2007).

Os PCGA são de tal forma importantes que, a CNC na DC nº 18 lhe atribuiu uma hierarquia de utilização, ou seja, numa perspetiva conceptual de substância económica para o relato financeiro. A Comissão indicava que em primeiro plano se devem utilizar os PCGA constantes no POC, em seguida os constantes das directrizes contabilísticas e, em casos extremos, os divulgados nas normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB (CNC, 1997).

Neste contexto, os PCGA indicados pelo POC (Quadro 3) são os seguintes: princípio da continuidade; da consistência; da especialização (ou do acréscimo); do custo histórico; da prudência; da substância sobre a forma; e da materialidade.

Quadro 3. Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites

PCGA	Designação
Continuidade	Considera-se que a empresa opera continuamente, com duração ilimitada. Desta forma, entende-se que a empresa não tem intenção nem necessidade de entrar em liquidação ou de reduzir significativamente o volume das suas operações.
Consistência	Considera-se que a empresa não altera as suas políticas contabilísticas de um exercício para o outro. Se o fizer e a alteração tiver efeitos materialmente relevantes, esta deve ser referida de acordo com o anexo.
Especialização (ou do acréscimo)	Os proveitos e os custos são reconhecidos quando obtidos ou incorridos, independentemente do seu recebimento ou pagamento, devendo incluir-se nas demonstrações financeiras dos períodos a que respeitam.
Custo Histórico	Os registos contabilísticos devem basear-se em custos de aquisição ou de produção, quer em unidades monetárias nominais, quer em unidades monetárias correntes.
Prudência	Significa que é possível integrar nas contas um grau de precaução ao fazer as estimativas exigidas em condições de incerteza sem, contudo, permitir a criação de reservas ocultas ou provisões excessivas ou a deliberada quantificação de ativos e proveitos por defeito ou de passivos e custos por excesso.
Substancia sobre a forma	As operações devem ser contabilizadas atendendo à sua substância e à realidade financeira e não apenas à sua forma legal.
Materialidade	As demonstrações financeiras devem evidenciar todos os elementos que sejam relevantes e que possam afectar avaliações ou decisões pelos utentes interessados.

Fonte: Adaptado de Bento e Machado (2007: 16).

Pela transcrição dos PCGA, é possível constatar o carácter generalista a que a DC nº 18 se refere, ou seja, o seu conteúdo é importante e esclarecedor, mas ao mesmo tempo é possível encontrar em cada um dos princípios contabilísticos um detalhe que permite às empresas, cada uma por si, identificarem-se com o conteúdo dos princípios contabilísticos. No entanto, os preparadores das DF devem ter sempre presente na sua elaboração a importância da imagem verdadeira e apropriada que o POC referencia.

Neste sentido, na prática profissional impera a visão «legalista» do princípio da imagem fiel, uma vez que as empresas elaboram as suas contas anuais seguindo escrupulosamente a normativa contabilística vigente (Amat *et al.*, 1997). Também a IAS nº 1 – Apresentação de Demonstrações Financeiras (revista em 1997) – defende, nos §§ 10 a 19 (CE, 2003), a «fair presentation» ou «apresentação apropriada» em substituição da «true and fair view» ou «imagem fiel» defendida pela IV Directiva da CEE (CEE, 1978), para além de, no § 20, exigir que as empresas devem desenvolver políticas para assegurar que as demonstrações financeiras proporcionem informação que represente fidedignamente os resultados e a posição financeira da empresa (CE, 2003).

Assim, é possível afirmar que as alterações efetuadas sucessivamente à legislação em vigor em Portugal têm sido sempre no sentido de aproximar o normativo legal nacional ao novo existente a nível internacional e, em concreto, a nível europeu. Disto é exemplo, a aprovação recente do Sistema de Normalização Contabilístico, através do Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho

(MFAP, 2009a). Com este normativo pretende acompanhar-se a dinâmica contabilística da UE, as diretivas e regulamentos comunitários e harmonizá-los com a contabilidade nacional. A este propósito Correia (2009: 29), refere que o novo sistema de normalização contabilística:

“(...) visa a harmonização entre o quadro contabilístico nacional e as normas internacionais de contabilidade adotadas pela União Europeia.”

De facto, com o passar dos anos, as economias desenvolveram-se e com ela as empresas tiveram novas necessidades que o POC, apesar de sucessivas melhorias e atualizações, não conseguiu dar resposta, surgindo então o Sistema de Normalização Contabilística. No Quadro 4 é apresentado um breve historial da evolução do SNC, fazendo-se referência às datas mais significativas desse processo.

Quadro 4. Evolução Histórica do SNC

Datas	Conteúdo
Janeiro de 2003	A CNC aprovou o projeto do novo modelo de normalização contabilística.
Fevereiro de 2004	A CNC definiu o plano de acção para a implementação do novo modelo de normalização contabilístico.
Julho de 2007	A CNC apresentou ao Governo o sistema de normalização contabilística.
Abril de 2008	O Governo coloca à discussão pública o sistema de normalização contabilística por um período de 60 dias, para vigorar em 2010.
Janeiro de 2010	Entra em vigor o sistema de normalização contabilística.

Fonte: Adaptado de Guimarães (2008).

Como referido no preâmbulo do Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), a normalização contabilística nacional deverá aproximar-se, tanto quanto possível, dos novos padrões comunitários, por forma a proporcionar ao nosso país o alinhamento com as diretivas e regulamentos em matéria contabilística da UE, sem ignorar, porém, as características e necessidades específicas do tecido empresarial português (MFAP, 2009a). O POC é então revogado dando lugar ao SNC que, com a sua aprovação:

“(...) assiste-se a uma reforma no modo de agregar os dados, ou melhor, para sermos mais corretos, existe uma razoável alteração no modo de pensar essa agregação (Grenha et al, 2009: 247).

O Decreto-Lei nº 158/2009 (MFAP, 2009a) determina a obrigatoriedade da aplicação do novo SNC e regula aspetos relacionados com a estrutura conceptual, com as bases para a apresentação de demonstrações financeiras, com os modelos de demonstrações financeiras, com o código de contas, com as normas contabilísticas e de relato financeiro e com as normas contabilísticas e de relato financeiro para pequenas entidades (NCRF-PE). Estes aspetos, apesar de já serem abordados pelo

POC, só agora com a entrada em vigor do novo normativo assumem uma posição claramente detalhada, indo de encontro ao modelo do IASB preconizado pela UE.

Contudo, o SNC tem em linha de conta que Portugal é um país com um universo de grandes e médias empresas e grupos nacionais, mas também de entidades de menor dimensão que necessitam de regulamentação apropriada à sua dimensão. Neste sentido, e tal como se expressa no normativo legal anterior, no processo de adaptação das normas internacionais de contabilidade houve a preocupação de, ao criar as NCRF:

“(...) sem distorcer a homogeneidade, a qualidade e a coerência globais, eliminar tratamentos pouco ou nada aplicáveis à realidade nacional e evitar níveis de exigência informativa porventura excessivos” (MFAP, 2009a: 4376).

No caso de ser uma empresa cotada em bolsa, verifica-se desde 2005 a obrigatoriedade de apresentar as contas consolidadas de acordo com as IAS/IFRS¹, em conformidade com o Regulamento (CE) nº 1606/2002, de 19 de julho (CE, 2002), bem como as suas contas individuais, pelo que o novo SNC não vem acrescentar nada de novo a estas entidades. No caso de a empresa não ser cotada em bolsa, a mesma fica obrigada a adotar o SNC, através da aplicação das suas 28 NCRF ou da NCRF-PE, esta última destinada às entidades de menor dimensão, a qual assenta na mesma filosofia de conceitos e é orientada pelos mesmos requisitos técnicos de referência, permitindo delimitar e simplificar num único documento as exigências contabilísticas mais comuns a esse universo de empresas (MFAP, 2009a)². Assim, o SNC destina as NCRF às entidades de maior dimensão e as NCRF-PE para as empresas de menor dimensão. Deste modo, assegura-se a compatibilidade e coerência entre os normativos aplicáveis aos seguintes grupos de entidades:

- Empresas com valores cotados, que aplicam diretamente as NIC;
- Restantes empresas dos setores não financeiros, que aplicam as NCRF;
- Empresas de menor dimensão, que aplicam a NCRF-PE.

O preâmbulo do Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a: 4376), termina fazendo a seguinte referência:

“É criada, deste modo, uma estrutura que pretende assegurar a coerência horizontal entre as normas, e, quanto às entidades a que se aplica, viabilizar uma fácil comunicabilidade vertical sempre que alterações na sua dimensão impliquem diferentes exigências de relato.

¹ Até 2002 o IASB emitiu IAS, a partir de 2002 estas normas passaram a designar-se *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

² As Pequenas Entidades são as entidades cuja dimensão não ultrapasse dois dos três limites seguintes: a) total do balanço: € 1.500.000; b) total de vendas líquidas e outros rendimentos: € 3.000.000; c) número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50 (AR, 2010a).

Com a preocupação de integrar no SNC a problemática da consolidação de contas, inclui-se no presente decreto-lei a respetiva disciplina jurídica e normativa, estabelecendo os requisitos relativos à obrigatoriedade de certas entidades terem de preparar e apresentar demonstrações financeiras consolidadas, bem como à sua dispensa e exclusão”.

Após a publicação deste Decreto-Lei, outras legislações (Quadro 5) se lhe seguiram com o objetivo de ajudar a interpretar e a esclarecer o conteúdo desse normativo em termos da aplicação do SNC.

Quadro 5. Legislação Nacional que regula o SNC

Legislação	Data de Publicação	Assunto
Aviso nº 15652/2009 (MFAP, 2009b)	07/09/2009	Estrutura Conceptual (EC) do SNC
Aviso nº 15653/2009 (MFAP, 2009c)	07/09/2009	Normas Interpretativas do SNC
Aviso nº 15654/2009 (MFAP, 2009d)	07/09/2009	Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades (NCRF – PE)
Aviso nº 15655/2009 (MFAP, 2009e)	07/09/2009	Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF)
Portaria nº 986/2009 (MFAP, 2009f)	07/09/2009	Modelos das Demonstrações Financeiras
Portaria nº 1011/2009 (MFAP, 2009g)	09/09/2009	Código de Contas e Notas de Enquadramento do SNC
Declaração de Retificação nº 67-B/2009 (PCM, 2009)	11/09/2009	Retifica o Decreto-Lei nº 158/2009
Decreto Regulamentar nº 25/2009 (MFAP, 2009h)	14/09/2009	Regime regulamentar das depreciações e amortizações
Lei nº 35/2010 (AR, 2010b)	02/09/2010	Simplificação das normas e informações contabilísticas das microentidades
Decreto-Lei nº 36-A/2011 (MFAP, 2011a)	09/03/2011	Regime de normalização contabilística para microentidades (NCM) e regime de normalização contabilística para as entidades do setor não lucrativo (NC-ESNL)
Portaria nº 104/2011 (MFAP, 2011b)	14/03/2011	Modelos das demonstrações financeiras para microentidades
Portaria nº 105/2011 (MFAP, 2011c)	14/03/2011	Modelos das demonstrações financeiras para as entidades do setor não lucrativo
Portaria nº 106/2011 (MFAP, 2011d)	14/03/2011	Código de contas para as entidades do setor não lucrativo
Portaria nº 107/2011 (MFAP, 2011e)	14/03/2011	Código de contas para microentidades
Aviso nº 6726-A/2011 (MFAP, 2011f)	14/03/2011	Norma contabilística para microentidades
Aviso nº 6726-B/2011 (MFAP, 2011g)	14/03/2011	Norma contabilística de relato financeiro para as entidades do setor não lucrativo

Fonte: Elaboração própria.

Neste âmbito, importa referir que normalizar e harmonizar são dois conceitos distintos. Por um lado, a normalização é o ato ou efeito de normalizar, regularizar e elaborar normas para determinado objetivo, sendo que em Portugal a normalização contabilística existe desde 1977 com

a publicação do Decreto-Lei nº 44/77, de 7 de fevereiro (MPCEF, 1977), que regulou a criação do primeiro POC. Por sua vez, a harmonização é o acto ou efeito de harmonizar, fazer concordar, conciliar, sendo que também este conceito já se aplica em Portugal desde 1986, com a entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia.

1.3. Estrutura Conceptual do SNC

Diversos autores referem que o sistema nacional de contabilidade do POC era omissivo em relação à Estrutura Conceptual (EC) e que esta era de extrema importância para os utilizadores da informação financeira, pois:

“a globalização associada às necessidades de informação económico-financeira das entidades que agem nos mercados constitui, nos dias de hoje, factor bastante para justificar a necessidade da regulamentação contabilística” (Grenha et al, 2009: 73).

Assim sendo, o Aviso nº 15652/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009b) integrado no SNC vem preencher essa omissão, pois trata-se de um documento autónomo, que tem por objetivo enquadrar os elementos que compõem a EC³ do SNC.

Neste âmbito, o Aviso nº 15652/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009b), estabelece os conceitos subjacentes à preparação e apresentação das demonstrações financeiras para utentes externos, seja pelas entidades que preparam um conjunto completo de demonstrações financeiras, seja pelas pequenas entidades. A EC do SNC, à semelhança da estrutura conceptual do IASB, trata:

- Do objetivo das demonstrações financeiras;
- Das características qualitativas que determinam a utilidade da informação contida nas demonstrações financeiras;
- Da definição, reconhecimento e mensuração dos elementos a partir dos quais se constroem as demonstrações financeiras; e
- Dos conceitos de capital e de manutenção de capital.

No contexto económico atual de incerteza, “batalhar” pela preparação de uma boa informação financeira faz todo o sentido, pois só as empresas que preparem a informação das suas demonstrações financeiras de forma útil, relevante, fiável e comparável, terão mais probabilidade

³ Tua Pereda (1996: 331) define estrutura conceptual como uma “*interpretação da teoria geral da contabilidade, mediante a qual se estabelecem, através de um itinerário lógico-dedutivo, os fundamentos teóricos em que se apoia a informação financeira*”.

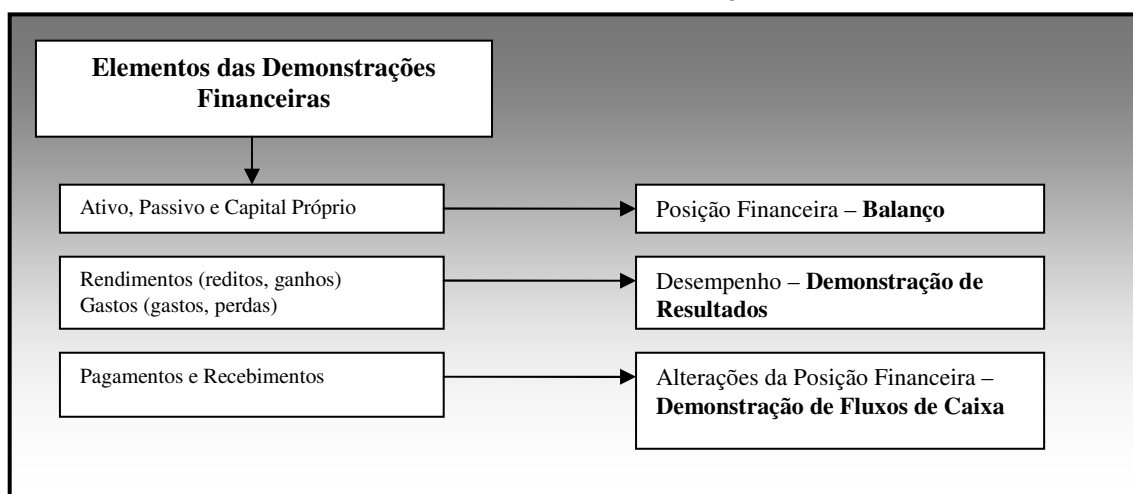
de vencer no futuro. Contudo, os preparadores da informação devem ter presente que o benefício que a empresa e os seus utentes possam retirar da informação financeira deve ser maior do que o custo que a mesma proporciona.

No âmbito da estrutura conceptual, as demonstrações financeiras têm por objetivo ser preparadas e apresentadas anualmente e proporcionar informação acerca da posição financeira (Balanço), do desempenho (Demonstração de Resultados) e das alterações na posição financeira (Demonstração de Fluxos de Caixa) de uma entidade, que seja útil a um vasto leque de *stakeholders* na tomada de decisões económicas. Embora os diferentes *stakeholders* tenham interesses distintos, a estrutura conceptual determina que:

“as demonstrações financeiras preparadas com o propósito de proporcionar informação que seja útil na tomada de decisões económicas devem responder às necessidades comuns da maior parte dos utentes” (MFAP, 2009b: 36227).

Contudo, sempre que seja necessário acrescentar informação relevante, a estrutura conceptual do SNC permite a sua divulgação através de notas e mapas suplementares, sempre com a finalidade de ir ao encontro das necessidades da maior parte dos utentes. No âmbito do Aviso nº 15652/2009, prevê-se que um conjunto completo de DF inclui um balanço, uma demonstração de resultados, uma demonstração de alterações na posição financeira e uma demonstração de fluxos de caixa, bem como as notas e outras demonstrações e material explicativo que constituam parte integrante das DF (MFAP, 2009b). O mesmo Aviso menciona os elementos a partir dos quais se constroem as DF, ou seja, apresenta a definição, reconhecimento e mensuração de ativos, de passivos, de rendimentos e de gastos. O Quadro 6 traduz esses elementos.

Quadro 6. Elementos das Demonstrações Financeiras



Fonte: Elaboração Própria.

De acordo com o Aviso nº 15652/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009b), entende-se por reconhecimento o procedimento de agregar no balanço e na demonstração dos resultados um item que satisfaça a definição de um elemento e satisfaça os critérios de reconhecimento estabelecidos no § 81, do referido Aviso, ou seja, se for provável que qualquer benefício económico futuro associado com o item flua para ou da entidade, ou ainda se o item tiver um custo ou um valor que possa ser mensurado com fiabilidade (MFAP, 2009b), envolvendo a descrição do item por palavras e por uma quantia monetária e a agregação dessa quantia nos totais do balanço ou da demonstração dos resultados.

Por sua vez, os itens que satisfaçam os critérios de reconhecimento devem ser reconhecidos no balanço ou na demonstração dos resultados, pois a falha do reconhecimento de tais itens não é retificada pela divulgação das políticas contabilísticas usadas nem por notas ou material explicativo. Neste contexto, um:

“activo é reconhecido no balanço quando for provável que os benefícios económicos futuros fluam para a entidade e o activo tenha um custo ou um valor que possa ser mensurado com fiabilidade” (MFAP, 2009b: 36233) .

Por sua vez:

“um passivo é reconhecido no balanço quando for provável que um exfluxo de recursos incorporando benefícios económicos resulte da liquidação de uma obrigação presente e que a quantia pela qual a liquidação tenha lugar possa ser mensurada com fiabilidade” (MFAP, 2009b: 36233).

O reconhecimento de rendimentos na demonstração de resultados verifica-se quando surge um aumento de benefícios económicos futuros relacionados com um aumento num ativo ou com uma diminuição de um passivo e que possa ser quantificado com fiabilidade. Em relação aos gastos, estes são reconhecidos na demonstração de resultados quando tenha surgido uma diminuição dos benefícios económicos futuros relacionados com uma diminuição num ativo ou com um aumento de um passivo e que possam ser mensurados com fiabilidade (MFAP, 2009b).

No que diz respeito à mensuração das demonstrações financeiras, o Aviso nº 15652/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009b), apresenta a definição de mensuração como modo de estabelecer as quantias monetárias pelas quais os elementos das demonstrações financeiras devem ser reconhecidos e incluídos no balanço e na demonstração dos resultados, que com bases de mensuração utilizadas em diferentes graus e diferentes combinações nas demonstrações de

resultados incluem o custo histórico, o custo corrente, o valor realizável (de liquidação), o valor presente e o justo valor (Quadro 7).

Quadro 7. Definições de Diferentes Bases de Mensuração

Designação	Descrição
Custo histórico	Os activos são registados pela quantia de caixa, ou equivalentes de caixa paga ou pelo justo valor da retribuição dada para os adquirir no momento da sua aquisição. Os passivos são registados pela quantia dos proventos recebidos em troca da obrigação, ou em algumas circunstâncias (por exemplo, impostos sobre o rendimento), pelas quantias de caixa, ou de equivalentes de caixa, que se espera que venham a ser pagas para satisfazer o passivo no decurso normal dos negócios.
Custo corrente	Os ativos são registados pela quantia de caixa ou de equivalentes de caixa que teria de ser paga se o mesmo ou um activo equivalente fosse correntemente adquirido. Os passivos são registados pela quantia não descontada de caixa, ou de equivalentes de caixa, que seria necessária para liquidar correntemente a obrigação.
Valor realizável (de liquidação)	Os ativos são registados pela quantia de caixa, ou equivalentes de caixa, que possam ser correntemente obtidos ao vender o activo numa alienação ordenada. Os passivos são escriturados pelos seus valores de liquidação; isto é, as quantias não descontadas de caixa ou equivalentes de caixa que se espera que sejam pagas para satisfazer os passivos no decurso normal dos negócios.
Valor presente	Os ativos são escriturados pelo valor presente descontado dos futuros influxos líquidos de caixa que se espera que o item gere no decurso normal dos negócios. Os passivos são escriturados pelo valor presente descontado dos futuros exfluxos líquidos de caixa que se espera que sejam necessários para liquidar os passivos no decurso normal dos negócios.
Justo valor	Quantia pela qual um ativo poderia ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre elas.

Fonte: Adaptado de MFAP (2009b).

Neste âmbito, as demonstrações financeiras retratam os efeitos financeiros das transações e de outros acontecimentos ao agrupá-los em grandes classes de acordo com as suas características económicas (MFAP, 2009b). O ativo, o passivo e o capital próprio, são os elementos do balanço diretamente relacionados com a posição financeira e podem ser classificados pela sua natureza ou função nas atividades da empresa a fim de mostrar a informação da maneira mais útil aos utentes para fins de tomada de decisões económicas. Enquanto, os elementos diretamente relacionados com a mensuração do desempenho na demonstração dos resultados são os rendimentos e os gastos.

Se relativamente às características e aos objetivos, os dois normativos (POC/SNC) são semelhantes, em relação aos pressupostos, verificam-se algumas diferenças, isto é, o SNC, contrariamente ao POC, não incorpora a noção de princípio contabilístico, mas sim de pressuposto subjacente, daí que tenha considerado o regime do acréscimo e da continuidade como pressupostos subjacentes a toda a informação financeira (Grenha *et al*, 2009). Estes regimes não são de todo novos, pois o regime da continuidade era denominado no POC por princípio contabilístico da continuidade, que tal como no

POC agora no SNC indica que existe continuidade e que a entidade continuará a operar no futuro previsível. O regime do acréscimo diz que os efeitos das transações e de outros acontecimentos são reconhecidos quando eles ocorrem, independentemente do seu pagamento se verificar no mesmo momento ou em momentos futuros, sendo registados contabilisticamente e relatados nas demonstrações financeiras dos períodos com os quais se relacionam (MFAP, 2009b).

O POC reconhecia como características qualitativas das demonstrações financeiras a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade, o SNC também reconhece estas características e acrescenta a característica da compreensibilidade como as características qualitativas mais relevantes no novo sistema de contabilidade. No entanto, a EC do SNC indica outras características adicionais, como a representação fidedigna, a substância sobre a forma, a neutralidade, a prudência e a plenitude, que em conjunto ou isoladamente contribuem para aumentar a importância da informação financeira (Quadro 8).

Quadro 8. Características da Informação Financeira segundo o SNC

Caraterísticas	Designação
Compreensibilidade	A informação deve ser rapidamente compreendida pelos utentes, para isso presume-se que estes tenham um razoável conhecimento das atividades empresariais, económicas e da contabilidade e vontade de estudar a informação com razoável diligência.
Representação Fidedigna	Para ser fiável, a informação deve representar fidedignamente as transações e outros acontecimentos que ela ou pretende representar ou possa razoavelmente esperar-se que represente.
Substância sobre a Forma	Se a informação deve representar fidedignamente as transações e outros acontecimentos que tenha por fim representar, é necessário que eles sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua forma legal.
Neutralidade	A informação contida nas demonstrações financeiras tem de ser neutra, isto é, livre de preconceitos.
Prudência	A prudência é a inclusão de um grau de precaução no exercício dos juízos necessários ao fazer as estimativas necessárias em condições de incerteza, de forma que os ativos ou os rendimentos não sejam sobreavaliados e os passivos ou os gastos não sejam subavaliados.
Plenitude	Para que seja fiável, a informação nas demonstrações financeiras deve ser completa dentro dos limites de materialidade e de custo. Uma omissão pode fazer com que a informação seja falsa ou enganadora e por conseguinte não fiável e deficiente em termos da sua relevância.

Fonte: Adaptado de MFAP (2009b).

A este propósito Grenha *et al* (2009: 82) mencionam que muito importante em termos de utilidade da informação financeira é aquilo que a EC do SNC refere como sendo os constrangimentos à informação relevante e fiável:

“a Tempestividade, o Balanceamento entre Benefício e Custo e o Balanceamento entre Características Qualitativas. De nada serve uma informação que é prestada fora do tempo em que a mesma é útil para o decisor; também não importa obter informação excessivamente custosa e cuja utilidade é diminuta para o utente; finalmente, como já

acima se referiu, por vezes não é possível satisfazer completamente todas as características da informação financeira.”

Segundo o Aviso nº 15652/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009b), aparece tempestividade se houver demora indevida no relato da informação, ou seja, a informação pode perder a sua relevância se o preparador da informação tiver necessidade de ponderar os méritos relativos do relato tempestivo com a comunicação de informação fiável, querendo com isto dizer que muitas vezes pode ser necessário relatar antes de serem conhecidos todos os aspetos de uma transação ou de outro acontecimento, diminuindo por conseguinte a fiabilidade da informação, contudo se o contrário se verificar, ou seja, se a informação reunir todos aspetos relevantes, a informação é fiável, mas pouco útil aos *stakeholders* que tenham tido entretanto necessidade de tomar decisões.

O balanceamento entre benefício e custo, como a própria expressão indica, é uma ponderação entre o benefício e o custo em que o custo da informação deve ser inferior ao benefício de a proporcionar. Os preparadores das demonstrações financeiras têm de ter consciência que os benefícios da informação podem ser utilizadas por todos os utentes da informação, ou seja, os custos não recaem necessariamente sobre os utentes que gozam os benefícios, pelo que os benefícios podem também ser usufruídos pelos utentes que não sejam aqueles para quem a informação é preparada.

Outro constrangimento apontado à informação relevante e fiável é o balanceamento entre as características qualitativas, ou seja, está relacionado com um equilíbrio ou um compromisso entre as características qualitativas, tendo a ambição de ir ao encontro dos objetivos das demonstrações financeiras. Será então oportuno referir que, as características qualitativas da informação financeira são de extrema importância, pois contribuem para que as demonstrações financeiras transmitam uma imagem verdadeira e apropriada da entidade em análise.

Por conseguinte, entende-se que a aplicação de características qualitativas e normas contabilísticas proporcionam demonstrações financeiras fidedignas, sendo que o novo SNC deu maior realce à substância económica das operações em detrimento da sua forma legal, pese embora estimule a subjetividade na preparação e divulgação da informação e dê destaque ao relato em detrimento do registo.

1.4. Normas Contabilísticas do SNC

O Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), foi posteriormente complementado com legislação adicional que veio de encontro ao tipo de entidades existentes em Portugal (pequenas empresas, micro empresas e entidades do setor não lucrativo). No preâmbulo deste Decreto-Lei é vigente esta preocupação, uma vez que refere:

“a normalização contabilística nacional deverá aproximar-se, tanto quanto possível, dos novos padrões comunitários, por forma a proporcionar ao nosso país o alinhamento com as directivas e regulamentos em matéria contabilística da UE, sem ignorar, porém, as características e necessidades específicas do tecido empresarial português.” (MFAP, 2009a: 4376).

Desta forma, existe legislação específica para as entidades não consolidadas, para pequenas entidades, para microentidades e para as entidades do setor não lucrativo. O Aviso nº 15655/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009e), enumera as 28 NCRF que fazem parte integrante do regime geral do SNC aplicável às entidades não consolidadas, aprovado pelo Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), e que são apresentadas no Quadro 9.

Quadro 9. Normas Contabilísticas de Relato Financeiro do SNC

NCRF Nº	Descrição	NCRF Nº	Descrição
1	Estrutura e conteúdo das demonstrações financeiras.	15	Investimentos em Subsidiárias e Consolidação.
2	Demonstração de fluxos de caixa.	16	Exploração e avaliação de recursos minerais.
3	Adoção pela primeira vez das normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF)	17	Agricultura.
4	Políticas contabilísticas, alterações nas estimativas contabilísticas e erros.	18	Inventários.
5	Divulgações de Partes Relacionadas	19	Contratos de construção.
6	Ativos intangíveis	20	Rédito.
7	Ativos fixos tangíveis.	21	Provisões, passivos contingentes e ativos contingentes.
8	Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas.	22	Contabilização dos subsídios do governo e divulgação de apoios do Governo.
9	Locações.	23	Os Efeitos de Alterações em Taxas de Câmbio.
10	Custos de empréstimos obtidos.	24	Acontecimentos após a data do balanço.
11	Propriedades de investimento.	25	Impostos sobre o rendimento.
12	Imparidade de ativos.	26	Matérias ambientais.
13	Interesses em Empreendimentos Conjuntos e Investimentos em Associadas.	27	Instrumentos financeiros.
14	Concentrações de atividades empresariais.	28	Benefícios dos empregados.

Fonte: Adaptado de MFAP (2009e).

O Aviso nº 15654/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009d), homologou a Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades (NCRF-PE), que se destina a ser aplicado em empresas não consolidadas e que não ultrapassem dois dos três limites seguintes, durante dois anos consecutivos, salvo quando por razões legais ou estatutárias tenham as suas demonstrações financeiras sujeitas a certificação legal de contas: total do balanço: € 1.500.000; total de vendas líquidas e outros rendimentos: € 3.000.000; e número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50 (AR, 2010a). A NCRF-PE deve ser aplicada pelas entidades que cumpram os requisitos sobre pequenas entidades e desde que não optem por aplicar o conjunto completo das NCRF (MFAP, 2009d). A NCRF-PE estabelece os principais aspetos de reconhecimento, mensuração e divulgação extraídos das NCRF.

Desta forma, NCRF-PE é uma norma única, destinada a ser aplicada por pequenas entidades, que se apresenta estruturada apenas em 19 pontos. Assim, facilmente se conclui que a NCRF-PE abandona 12 normas das NCRF devido à sua não aplicabilidade no universo das pequenas empresas, apresentando uma estrutura relativamente mais simplificada quando comparada com as NCRF. Claramente se verifica uma preocupação de minimizar as novas imposições contabilísticas aplicadas a estas entidades, mantendo os mesmos conceitos e a mesma orientação técnica subjacente ao novo SNC, tendo sempre presente a simplificação da contabilidade, atestando a compatibilidade e coerência entre a legislação aplicável aos diferentes tipos de entidades existentes no país.

Analisando os dois normativos, evidencia-se uma aplicação mais limitada dos critérios de mensuração, um menor desenvolvimento na redação das políticas e critérios de reconhecimento e de mensuração, uma significativa redução dos requisitos de divulgação no anexo das NCRF-PE em relação às NCRF, bem como a simplificação no tratamento contabilístico de matérias como a adoção pela primeira da NCRF-PE, ativos fixos tangíveis, ativos intangíveis, impostos sobre o rendimento e instrumentos financeiros da NCRF-PE (Carvalho, 2011).

De acordo com o Aviso nº 15654/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009d), as NCRF-PE apresentam os requisitos mínimos de reconhecimento, mensuração e divulgação das demonstrações financeiras, assim sendo, o mesmo aviso salienta que sempre que se esteja perante uma situação particular ou perante uma lacuna relevante, que impossibilite prestar informação verdadeira e apropriada deve-se ultrapassar tal lacuna recorrendo a legislação complementar de forma ordenada, ou seja, a legislação a consultar deverá respeitar a seguinte ordem: em primeiro lugar as NCRF e Normas Interpretativas; em segundo lugar as Normas Internacionais de Contabilidade, previstas no

Regulamento (CE) nº 1606/2002, de 19 de julho (CE, 2002); e por ultimo as Normas Internacionais de Contabilidade (IAS) e Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS), emitidas pelo IASB e respetivas interpretações (*Standing Interpretations Committee/IFRS Interpretations Committee - SIC/IFRIC*).

Também o Decreto Regulamentar nº 25/2009, de 14 de setembro (MFAP, 2009h) admite um novo enquadramento jurídico em matéria de depreciações e amortizações dando cumprimento à preocupação de aproximação entre a fiscalidade e contabilidade e à necessidade de evitar constrangimentos à plena adoção das NIC.

Para um outro grupo de entidades, o Aviso nº 6726-A/2011, de 14 de março (MFAP, 2011f) aprova a norma contabilística para as microentidades (NCM), tendo por objetivo estabelecer os aspetos de reconhecimento, mensuração e divulgação, tidos como os requisitos contabilísticos aplicáveis às microentidades, estabelecidos pelo Decreto-Lei nº 36-A/2011, de 9 de março (MFAP, 2011a)⁴, desde que não optem por aplicar o disposto no Decreto-Lei nº 158/2009, exceto se estiverem sujeitas a certificação legal de contas ou integrem perímetros de consolidação.

A NCM apresenta-se sob a forma de norma única, sendo constituída por dezoito pontos. O regime das microentidades traduz-se num nível de normalização ainda mais simplificado do que o normativo aplicado às pequenas entidades, dando preferência ao custo histórico em detrimento do justo valor. Algumas diferenças significativas entre as microentidades e o SNC:

- Não está prevista a aplicação supletiva de outras normas, tais como o SNC ou as Normas Internacionais de Contabilidade;
- No caso de ativos fixos tangíveis e intangíveis não permite a revalorização;
- Os custos dos empréstimos obtidos devem ser sempre reconhecidos como gastos, contrariando o que permite o SNC (serem acrescidos aos valores dos ativos);
- Os ativos biológicos consumíveis e os produtos agrícolas são reconhecidos como inventários e tratados como tal, pelo que não se aplica o justo valor;
- Os ativos biológicos de produção são tratados como ativos fixos tangíveis;
- Não prevê a aplicação do custo amortizado no redito nem nas rubricas de ativos e passivos financeiros;
- Só se apuram impostos correntes, não se aplicam impostos diferidos;

⁴ As microentidades são as entidades cuja dimensão não ultrapasse dois dos três limites seguintes: a) total do balanço: €500.000; b) total de vendas líquidas e outros rendimentos: €500. 000; c) número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 5 (AR, 2010b).

- Não se aplicam as imparidades de acordo com a NCRF nº 12 do SNC, as normas prevêm as situações de aplicação de imparidades e a sua forma de mensuração;
- Não se aplica o método de equivalência patrimonial nas participações;
- Não se aplicam os conceitos de propriedade de investimento, pelo que os investimentos em imóveis são tratados como ativos fixos tangíveis.

De salientar ainda que, na NCM e na NCRF-PE os pontos delas constantes mantêm-se e são equivalentes em ambas as normas, pese embora na NCM relativamente à NCRF-PE, se tenha alterado a designação de «Instrumentos financeiros» para «Ativos e passivos financeiros». Assim, os instrumentos financeiros não são referidos pela NCM, uma vez que não têm aplicabilidade neste tipo de entidades, aplicando por sua vez ativos e passivos financeiros.

Um outro grupo de entidades é abrangido pelo Aviso nº 6726-B/2011, de 14 de março (MFAP, 2011g), que consolida a norma contabilística para entidades do setor não lucrativo (NC-ESNL), também designadas por terceiro setor, economias sociais, setor voluntário ou setor das organizações da sociedade civil. As entidades do setor não lucrativo apresentam-se, habitualmente, organizadas sob a forma de associações, de misericórdias, de mutualidades, de fundações, de cooperativas entre outras, deixando antever que em nada são parecidas com as outras entidades já anteriormente referenciadas. A NC-ESNL é uma norma única, adaptada para a especificidade das entidades em causa e que se apresenta estruturada em vinte pontos.

O Quadro 10 apresenta, tendo por base os pontos constantes em cada norma contabilística, a comparação entre os três regimes (NCRF-PE, NCM e NC-ESNL), destacando-se como principais diferenças entre as mesmas, os seguintes pontos: adoção pela primeira de cada uma das normas; provisões, passivos contingentes e ativos contingentes *versus* provisões; subsídios do governo *versus* subsídios; instrumentos financeiros *versus* ativos e passivos financeiros.

A adoção pela primeira vez de cada uma das normas deve ser uma aplicação prospetiva, não permitindo ajustamentos de transição. Ao nível das provisões, passivos contingentes e ativos contingentes as normas reconhecem as provisões quando cumulativamente: uma entidade tiver uma obrigação presente (legal ou construtiva) como resultado de um acontecimento passado; seja provável que um exfluxo de recursos que incorporem contributos para o desenvolvimento das atividades presentes e futuras da entidade será necessário para liquidar a obrigação; e possa ser feita uma estimativa fiável da quantia da obrigação. A NCRF-PE e a NCRF-ESNL incluem no tratamento contabilístico as provisões de carácter ambiental.

Quadro 10. Comparação dos Pontos constantes das Normas Contabilísticas

Designação	NCRF-PE	NCM	NC-ESNL
Objetivo	✓	✓	✓
Âmbito	✓	✓	✓
Considerações gerais sobre reconhecimento	✓	✓	✓
Estrutura e conteúdo das demonstrações	✓	✓	✓
Adoção pela primeira vez da NCRF-PE	✓		
Adoção pela primeira vez da NC-ESNL			✓
Adoção pela primeira vez da NCM	✓	✓	
Políticas contabilísticas	✓	✓	✓
Ativos fixos tangíveis	✓	✓	✓
Ativos intangíveis	✓	✓	✓
Locações	✓	✓	✓
Custos de empréstimos obtidos	✓	✓	✓
Inventários	✓	✓	✓
Rédito	✓	✓	✓
Provisões, passivos contingentes e ativos contingentes	✓		✓
Provisões		✓	
Subsídios do governo	✓	✓	
Subsídios			✓
Efeitos de alterações em taxas de câmbio	✓	✓	✓
Impostos sobre o rendimento	✓	✓	✓
Instrumentos financeiros	✓		✓
Ativos e passivos financeiros		✓	
Benefícios dos empregados	✓	✓	✓
Definições			✓
Data de Eficácia	✓		✓

Fonte: Elaboração Própria

Os subsídios do governo verificam-se ao nível das pequenas entidades e das microentidades, sendo classificados no balanço ao nível do capital próprio e incluem os subsídios não monetários, enquanto que os subsídios referidos pela NC-ESNL, dizem respeito a todo o tipo de subsídios que a entidade possa receber, quer sejam monetários, como não monetários. Como refere o Aviso nº 6726-B/2011, de 14 de março (MFAP, 2011g: 12226(18)):

“São exemplos de outros apoios que não têm valor atribuído, os conselhos técnicos e de comercialização gratuitos, a concessão de garantias, os empréstimos sem juros ou a taxas de juros baixos ou a disponibilização, sem gastos associados para o beneficiário, de instalações, equipamentos ou outros”.

Tendo em conta o descrito, é pertinente também salientar que o Decreto-Lei nº 158/2009 (MFAP, 2009a), previa a publicação do novo código de contas, tendo por objetivo, por um lado, responder às necessidades do sistema e, por outro, manter um formato organizacional semelhante com o plano de contas do POC, munindo-o de adequada flexibilidade de forma a permitir a fácil elaboração das DF. Assim sendo, é publicada a Portaria nº 1011/2009, de 9 de setembro (MFAP, 2009g), que aprova o código de contas. O novo código de contas, à semelhança do que acontecia com o POC, agrupa as contas em oito classes, pese embora com uma nova denominação (Quadro 11).

Quadro11. Quadro Síntese das Classes de Contas do POC vs SNC

POC		SNC		
Classe	Designação	Classe	Designação	Conteúdo
1	Disponibilidades	1	Meios financeiros líquidos	Destina-se a registar os meios financeiros líquidos, que incluem quer o dinheiro e depósitos bancários quer todos os ativos ou passivos financeiros mensurados ao justo valor, cujas alterações sejam reconhecidas na demonstração de resultados.
2	Terceiros	2	Contas a receber e a pagar	Destina-se a registar as operações relacionadas com clientes, fornecedores, pessoal, Estado e outros entes públicos, financiadores, acionistas, bem como outras operações com terceiros que não tenham cabimento em outras contas ou classes específicas. Incluem-se ainda nesta classe os diferimentos (para permitir o registo dos gastos e dos rendimentos nos períodos a que respeitam) e as provisões.
3	Existências	3	Inventários e ativos biológicos	Inclui os inventários: detidos para venda no decurso da atividade empresarial; no processo de produção para essa venda; na forma de materiais consumíveis a serem aplicados no processo de produção ou na prestação de serviços. Integra, também, os ativos biológicos (animais e plantas vivos), no âmbito da atividade agrícola, quer consumíveis no decurso do ciclo normal da atividade, quer de produção ou regeneração. Os produtos agrícolas colhidos são incluídos nas apropriadas contas de inventários. As quantias escrituradas nas contas desta classe terão em atenção o que em matéria de mensuração se estabelece na NCRF 18.
4	Imobilizações	4	Investimentos	Inclui os bens detidos com continuidade ou permanência e que não se destinem a ser vendidos ou transformados no decurso normal das operações da entidade, quer sejam de sua propriedade, quer estejam em regime de locação financeira. Compreende os investimentos financeiros, as propriedades de investimento, os ativos fixos tangíveis e intangíveis, os investimentos em curso e os ativos não correntes detidos para venda. No caso de ser utilizado o modelo de revalorização nos ativos fixos tangíveis e intangíveis, poderão ser utilizadas subcontas que evidenciem o custo de aquisição/produção e as revalorizações (+ ou -). Se a revalorização originar uma diminuição do valor do ativo essa diminuição deve ser reconhecida em conta apropriada de gastos (subconta da c/65) na parte em que seja superior ao excedente de revalorização. Se originar um aumento do valor do ativo esse aumento é creditado diretamente na conta apropriada do capital próprio (58 — Excedentes de revalorização de ativos fixos tangíveis e intangíveis). Contudo esse aumento será reconhecido em resultados (subconta da c/76) até ao ponto que compense um decréscimo de revalorização anteriormente registado em gastos de quaisquer ajustamentos a que haja lugar.
5	Capital, reservas e resultados transitados	5	Capital, reservas e resultados transitados	Evidencia o capital subscrito, devendo ser deduzido, para efeitos de elaboração do Balanço, o eventual saldo da conta 261 — Acionistas c/subscrição ou 262 — Quotas não liberadas
6	Custos e perdas	6	Gastos	Inclui os gastos e as perdas respeitantes ao período.
7	Proveitos e ganhos	7	Rendimentos	Inclui os rendimentos e os ganhos respeitantes ao período.
8	Resultados	8	Resultados	Destina -se a apurar o resultado líquido do período, podendo ser utilizada para auxiliar à determinação do resultado extensivo, tal como consta na Demonstração das Alterações no Capital Próprio.

Fonte: Adaptado de MFAP (2009g).

Uma análise mais pormenorizada dos diferentes códigos de contas, permite concluir que no caso das entidades que apliquem as NCRF (Portaria nº 1011/2009, de 9 de setembro - MFAP, 2009g) e a NCRF-PE (Portaria nº 1011/2009, de 9 de setembro - MFAP, 2009g) poucas diferenças apresentam, no entanto para as entidades que aplicam a NCM (Portaria nº 107/2011, de 14 de março - MFAP, 2011e) e a NC-ESNL (Portaria nº 106/2011, de 14 de março - MFAP, 2011d) as diferenças são mais significativas.

Em síntese, verifica-se que as entidades que aplicam as NCRF, a NCRF-PE e a NCM apresentam um plano de contas, em que a nomenclatura das mesmas é igual em todos os regimes, o mesmo não acontecendo com as entidades que aplicam a NC-ESNL, pois a principal diferença reside no destinatário das atividades destas entidades, ou seja, enquanto as primeiras entidades direcionam as suas atividades para os clientes e têm por objetivo obter lucro das atividades que praticam, as segundas entidades direcionam as suas atividades para os utentes e o objetivo não é, primordialmente, o lucro, mas sim o bem social.

Face ao exposto, conclui-se que a aplicação do SNC aumenta a exigência e a complexidade das normas, pelo que exige aos preparadores da informação mais conhecimentos técnicos, mais divulgação, mais detalhe e qualidade do relato financeiro, sendo para isso necessário mais informação disponível.

1.5. Modelos das Demonstrações Financeiras do SNC

O Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), ao aprovar o SNC definiu quais as demonstrações financeiras com caráter de apresentação obrigatória. Como foi referido nos pontos anteriores, este Decreto-Lei é tido como um decreto generalista aplicado a todas as entidades, contudo nos últimos dois anos, foi alvo de sucessivas melhorias e novas legislações foram aprovadas, no sentido de especificar as demonstrações financeiras a aplicar pelas pequenas entidades, pelas microentidades e pelas entidades de setor não lucrativo (Quadro 12).

Quadro 12. Comparação das Demonstrações Financeiras entre Regimes

Demonstrações Financeiras	NCRF	NCRF-PE	NCM	NC-ESNL
Balanço	✓	✓	✓	✓
Demonstração de Resultados por natureza	✓	✓	✓	✓
Demonstração de Resultados por funções	✓	✓	✓	✓
Demonstração de Alterações no Capital Próprio	✓			
Demonstração das Alterações nos Fundos Patrimoniais				✓
Demonstração de Fluxos de Caixa	✓			✓
Anexo	✓	✓	✓	✓

Fonte: Elaboração Própria.

A Portaria nº 986/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009f), aprovou, no seu artigo 1º, os modelos das demonstrações financeiras de aplicação obrigatória no SNC, em concreto: balanço; demonstração dos resultados por naturezas; demonstração dos resultados por funções (de realização facultativa); demonstração das alterações no capital próprio; demonstração dos fluxos de caixa, pelo método direto; e o anexo (divulgação das bases de preparação e políticas contabilísticas adotadas e divulgações exigidas pelas NCRF). O artigo 2º da mesma Portaria aprovou os modelos reduzidos das demonstrações financeiras do SNC, especificamente: balanço, modelo reduzido; demonstração dos resultados por naturezas, modelo reduzido; demonstração dos resultados por funções, modelo reduzido (de realização facultativa); e anexo, modelo reduzido. De salientar que os modelos reduzidos são utilizados pelas entidades que adotam as NCRF-PE.

Por seu lado, a Portaria nº 104/2011, de 14 de março (MFAP, 2011b) publicou os modelos das demonstrações financeiras para as microentidades, nomeadamente: balanço; demonstração de resultados por natureza; e anexo; que se apresentam com uma estrutura mais simples, relativamente às demonstrações financeiras utilizadas pelas entidades que aplicam as NCRF e a NCRF-PE.

Em paralelo, a Portaria nº 105/2011, de 14 de março (MFAP, 2011c) aprovou os modelos das demonstrações financeiras aplicáveis pelas entidades do setor não lucrativo, determinando que o balanço, a demonstração dos resultados por naturezas, a demonstração dos resultados por funções, a demonstração das alterações nos fundos patrimoniais, a demonstração dos fluxos de caixa e o anexo, são as demonstrações financeiras de aplicação obrigatória para este tipo de entidades.

Após a apresentação da tipologia de modelos a utilizar e da legislação que os regula, saliente-se que de todas as demonstrações, o balanço é o modelo que se apresenta com maior grau de importância. O modelo de balanço adotado pelo SNC apresenta algumas diferenças em relação ao

balanço anterior do POC, ou seja, o novo modelo do SNC apresenta um conteúdo mínimo, podendo ser adicionadas rubricas dependendo dos conceitos de materialidade e de agregação. Com o SNC, o balanço reconhece três massas patrimoniais e adota uma estrutura vertical, sendo a primeira massa patrimonial o Ativo, que apresenta as rubricas agrupadas por ordem crescente de liquidez, seguida do Capital Próprio ou Situação Líquida, identificado por segunda massa patrimonial, sendo elaborado por ordem cronológica de constituição das rubricas. Por fim, segue-se a terceira e última massa patrimonial, que representa o Passivo (capital alheio) e que está estruturado por ordem decrescente dos prazos de exigibilidade.

Neste novo modelo, as rubricas do ativo e do passivo são agrupadas em não correntes e correntes, sendo a sua diferenciação efetuada pela definição de ciclo operacional, ou seja, o tempo entre a aquisição de ativos para processamento e sua realização em caixa ou seus equivalentes. Desta forma, um ativo corrente é aquele que se espera ou pretenda ver realizado, vendido ou consumido, no decurso normal do ciclo operacional, ou até doze meses após a data do Balanço; ou esteja detido essencialmente para a finalidade de ser negociado; ou ainda seja caixa ou equivalente de caixa, a menos que lhe seja limitada a troca ou uso para liquidar um passivo durante pelo menos doze meses após a data do balanço. Consequentemente, todos os ativos que não forem correntes, por não cumprirem estes critérios, serão não correntes (Grenha *et al*, 2009).

No caso dos passivos, estes são correntes quando se espere que sejam liquidados ou durante o ciclo operacional normal, ou num período até doze meses após a data do balanço; ou sejam detidos essencialmente com a finalidade de serem negociados; ou a entidade não tenha um direito incondicional de diferir a liquidação do passivo durante pelo menos doze meses após a data do balanço. Consequentemente, todos os passivos que não forem correntes, por não cumprirem estes critérios, serão não correntes (Grenha *et al*, 2009).

Como foi referido anteriormente, existem dois modelos de balanço. O modelo analítico deve ser utilizado pelas empresas que adotem as NCRF, isto é, que ultrapassem dois dos três limites fixados pela Lei nº 20/2010, de 23 de agosto (AR, 2010a), enquanto o modelo sintético pode ser utilizado pelas entidades que adotem a NCRF-PE, ou seja, que não ultrapassem os limites referidos. Quanto ao modelo sintético, a sua representação é similar ao modelo analítico, quer para as contas individuais, quer para as contas consolidadas, tendo apenas que ser eliminadas as linhas referentes a rubricas específicas das contas consolidadas nas contas individuais, como interesses minoritários, dado que não apresentam valores (Grenha *et al*, 2009).

Além do balanço, também a demonstração dos resultados (DR) por natureza tem um caráter de obrigatoriedade no SNC. A demonstração dos resultados por natureza permite avaliar o desempenho económico, ou seja, a rentabilidade das vendas, dos capitais investidos e a eficiência económica. É uma peça contabilística que permite uma visualização dinâmica, que evidencia as componentes positivas (Rendimentos) e negativas (Gastos) do Resultado Líquido do Exercício, num determinado período económico.

Segundo os artigos 1.º e 2.º da Portaria nº 986/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009f) existem dois modelos de DR por natureza. O modelo analítico deve ser utilizado pelas empresas que adotem as NCRF, isto é, que ultrapassem dois dos três limites fixados pela Lei nº 20/2010, de 23 de agosto (AR, 2010a). A alteração mais significativa desta demonstração relativamente ao POC é a ausência do resumo dos resultados. Este mapa, à semelhança do balanço, apresenta-se com um conteúdo mínimo, podendo ser adicionadas rubricas de acordo com os conceitos de materialidade e agregação (Grenha *et al*, 2009).

Pela análise da DR por natureza é possível analisar as diferentes políticas seguidas pela empresa, ou seja, é possível analisar os custos de produção, o seu grau de escoamento e consequentemente os níveis de variação das produções. Também os réditos provenientes das vendas, adequação dos níveis de compras aos níveis de consumos e consequentemente a adequação das existências ao setor e nível de atividade. Para além, da correlação entre os diferentes tipos de réditos e os diferentes tipos de gastos nas diferentes atividades (industriais e de natureza financeira).

O outro modelo de DR por natureza que o SNC apresenta é o modelo sintético, que se destina a ser utilizado pelas entidades que adotem a NCRF-PE. O modelo analítico e o modelo sintético das DR são similares, quer para as contas individuais, quer para as contas consolidadas, tendo apenas que ser eliminadas as linhas referentes a rubricas específicas das contas consolidadas nas contas individuais, como resultado de interesses minoritários, dado que não apresentam valores (Grenha *et al*, 2009).

O conjunto completo de demonstrações financeiras referenciado no Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), acrescenta a demonstração das alterações no capital próprio. Esta demonstração reflete todas as alterações no capital próprio entre dois períodos contabilísticos, ou seja, tem por objetivo demonstrar aos utilizadores da informação todas as variações ocorridas no capital próprio. Com este novo mapa cria-se um novo conceito, o conceito de resultado total ou extensivo, formado pela agregação direta do resultado líquido do período com todas as variações

ocorridas em capitais próprios não diretamente relacionadas com os detentores de capital (Grenha *et al*, 2009).

Por seu lado, a demonstração de fluxos de caixa é uma demonstração financeira que possibilita conhecer como foi criado e aplicado o dinheiro num dado momento da análise financeira, desta forma a demonstração de fluxos de caixa justifica os movimentos financeiros das entidades tendo por base os três ciclos de atividade das mesmas, ou seja, o ciclo de atividade operacional, o ciclo de atividade de investimento e o ciclo de atividade de financiamento, permitindo aos utentes da informação determinar o impacto dessas atividades na posição financeira das entidades, bem como avaliar a relação entre elas.

A atividade operacional da empresa é um importante indicador, uma vez que reflete as operações da entidade que geram fluxos de caixa suficientes para pagar empréstimos, manter a capacidade operacional da entidade, pagar dividendos e fazer novos investimentos sem recorrer a capital alheio. Por sua vez, a apresentação separada dos fluxos de caixa provenientes de atividades de investimento é relevante, uma vez que mostra a extensão dos dispêndios feitos para a obtenção de recursos que tenham em vista gerar resultados e fluxos de caixa, enquanto os fluxos de caixa relacionados com a atividade de financiamento permitem estimar as necessidades de meios de pagamento e de novas entradas de capital e proporcionar aos utentes informação sobre a capacidade da entidade para os reembolsar (NCRF nº 2 - MFAP, 2009e).

Como último documento da prestação de contas existe ainda o anexo que, em conformidade com as NCRF, não constitui um formulário relativo às notas do Anexo, mas tão só uma compilação das divulgações exigidas pelas NCRF. Assim, cada entidade deverá criar a sua própria sequência numérica, em conformidade com as divulgações que deva efetuar, sendo que as notas de 1 a 4 serão sempre explicitadas e fiquem reservadas para os assuntos identificados no Quadro 13. A partir da nota 5, inclusive, é utilizada uma numeração sequencial correspondente à das NCRF. Para melhor enquadramento dos textos constantes dessas notas, deve recorrer-se à leitura das normas respetivas.

Pela observação do quadro 13, verificam-se algumas diferenças entre cada regime, sendo a diferença visivelmente mais significativa o número de notas aplicadas no anexo para as entidades que adoptam as NCRF, ou seja, são em maior número do que as que se aplicam para as restantes entidades, pois das trinta e uma notas do anexo das NCRF e da NC-ESNL, apenas dezoito são aplicadas pela NCRF-PE e apenas dezasseis notas são utilizadas pelas entidades que aplicam a NCM.

Quadro 13. Comparação das Notas dos Anexos entre Regimes

Portaria nº 986/2009, 7 de Setembro	NCRF/ NC-ESNL	NCRF-PE	NCM
1. Identificação da entidade	✓	✓	✓
2. Referencial contabilístico de preparação das DF	✓	✓	✓
3. Principais políticas contabilísticas	✓	✓	✓
4. Fluxos de caixa	✓		
5. Políticas contabilísticas, alterações nas estimativas contabilísticas e erros	✓	✓	✓
6. Partes relacionadas	✓		✓
7. Ativos intangíveis	✓	✓	✓
8. Ativos fixos tangíveis	✓	✓	✓
9. Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	✓		
10. Locações	✓	✓	✓
11. Custos de empréstimos obtidos	✓	✓	
12. Propriedades de investimento	✓		
13. Imparidade de ativos	✓		
14. Interesses em Empreendimentos Conjuntos e Investimentos em Associadas	✓		
15. Concentrações de atividades empresariais	✓		
16. Investimentos em Subsidiárias e Consolidação	✓		
17. Exploração e avaliação de recursos minerais	✓		
18. Agricultura	✓		
19. Inventários	✓	✓	✓
20. Contratos de construção	✓		
21. Rédito	✓	✓	✓
22. Provisões, passivos contingentes e ativos contingentes	✓	✓	✓
23. Subsídios do Governo e apoios do Governo	✓	✓	✓
24. Efeitos de alterações em taxas de câmbio	✓	✓	
25. Acontecimentos após a data do balanço	✓		
26. Impostos sobre o rendimento	✓	✓	✓
27. Matérias ambientais	✓		
28. Instrumentos financeiros	✓	✓	
29. Benefícios dos empregados	✓	✓	
30. Divulgações exigidas por diplomas legais	✓	✓	✓
31. Outras informações	✓	✓	✓
32. Ativos e passivos financeiros		✓	✓
33. Capital próprio			✓

Fonte: Elaboração Própria.

No caso das entidades que aplicam a NC-ESNL, a Portaria nº 105/2011, de 14 de março (MFAP, 2011c: 1429), define que:

“as divulgações a efectuar pelas ESNL correspondem às publicadas através do anexo n.º 10 da Portaria n.º 986/2009, de 7 de Setembro, constando do presente documento apenas as alterações que decorrem das especificidades das ESNL”.

De facto, as notas do anexo para as ESNL são tão parecidas com as notas do anexo para as entidades que aplicam as NCRF que o legislador na Portaria nº 105/2011 se limita a dizer que:

“onde se lê «SNC» deve ler -se «normalização contabilística para as entidades do sector não lucrativo (ESNL)», onde se lê «NCRF -PE» deve ler -se «NCRF -ESNL» e onde se lê «Capitais próprios» deve ler -se «Fundos patrimoniais»” (MFAP, 2011c: 1429).

No anexo para as ESNL, não se publicam as notas referentes aos ativos intangíveis, locações e instrumentos financeiros, uma vez que as divulgações previstas para os outros regimes não se aplicam no caso das ESNL, dado a especificidade destas entidades. Contudo ao nível dos ativos fixos manda a dita Portaria que se inclua uma divulgação adicional referente a «Montante e natureza dos bens do património histórico, artístico e cultural», assim como no caso dos inventários, estes devem ser escriturados pelo custo corrente e a quantia de inventários reconhecida como um gasto durante o período.

Ao nível das provisões, passivos contingentes e ativos contingentes, refere a Portaria nº 105/2011, de 14 de março (MFAP, 2011c), que deve ser incluído um número adicional indicando o valor dos fundos permanentes por modalidade associativa das mutualidades e do património líquido que lhes está afeto, bem como do respetivo grau de cobertura face às provisões matemáticas necessárias.

Também, em função dos *stakeholders* que usufruem das ESNL, define a Portaria nº 105/2011, de 14 de março (MFAP, 2011c), que seja divulgado no anexo, na conta de subsídios e outros apoios, os benefícios sem valor atribuído, materialmente relevantes, obtidos de terceiras entidades e os principais doadores/fontes de fundos. Por sua vez, na nota relativa a benefícios dos empregados, deve ser adicionalmente divulgado o número de membros dos órgãos diretivos e as alterações ocorridas no período de relato financeiro bem como a informação sobre as remunerações dos órgãos diretivos.

Perante o descrito, verifica-se que o anexo para as entidades que aplicam as NCRF, a NCRF-PE e a NCM são semelhantes, enquanto as entidades que aplicam a NC-ESNL se regem por regras contabilísticas próprias, como se pode verificar pelas divulgações a efetuar no respetivo anexo.

1.6. Considerações Finais

Por imposição da conjuntura económica, financeira e contabilística, o POC deixou de satisfazer as necessidades de comparação da informação financeira entre empresas. No entanto, a imagem fiel e verdadeira transmitida pela contabilidade das empresas aos utentes da informação por ela produzida continua a fazer sentido na atual conjuntura. Segundo Pires (2005):

“(...) estando a informação financeira ao serviços dos seus utentes ela é tanto mais útil quanto mais distantes estes se encontrem dos centros de decisão da empresa pelo que, as necessidades informativas variam não em função das características intrínsecas de cada grupo de utilizadores mas antes em função do tipo de relação que cada um deles mantém com a empresa e que para ela confluem”.

Assim sendo, no sentido da uniformização contabilística europeia, entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2010 o Sistema de Normalização Contabilística, promulgado em Portugal pelo Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a).

No âmbito da estrutura conceptual, as demonstrações financeiras têm por objetivo ser preparadas e apresentadas anualmente, de forma a proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade, para apoiar os *stakeholders* no processo de tomada de decisões. Para tal, o SNC reconhece como características qualitativas das demonstrações financeiras a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade, já previstas no antigo POC, para além de acrescentar a característica da compreensibilidade. No entanto, a EC do SNC indica outras características adicionais, como sejam a representação fidedigna, a substância sobre a forma, a neutralidade, a prudência e a plenitude, que em conjunto ou isoladamente contribuem para aumentar a importância da informação financeira e realçar a substância económica das operações em detrimento da sua forma legal. No entanto, tal como preconiza Navarro (1995: 16), considera-se:

“arriscado o abandono de algum princípio, ainda que para dar uma melhor imagem fiel em vez de jurídica; e judicialmente seria mais problemático justificar e defender”.

Contudo, o Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de julho (MFAP, 2009a), foi posteriormente complementado com legislação adicional que veio de encontro à tipologia de entidades que caracterizam o tecido empresarial português, não descurando a preocupação de ajustar as normas emanadas pelo IASB à realidade portuguesa. Desta forma, foram publicados: o Aviso nº 15654/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009d), que aprovou a Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades (NCRF-PE); o Aviso nº 15655/2009, de 7 de setembro

(MFAP, 2009e), que homologou as 28 NCRF; o Aviso nº 15655/2009, de 7 de setembro (MFAP, 2009e), que homologou as 28 NCRF; o Aviso nº 6726-A/2011, de 14 de março (MFAP, 2011f), que aprovou a norma contabilística para microentidades (NCM); e o Aviso nº 6726-B/2011, de 14 de março (MFAP, 2011g), que aprovou a norma contabilística para entidades do setor não lucrativo (NC-ESNL).

Quanto aos modelos de demonstrações financeiras de aplicação obrigatória no SNC, os mesmos respeitam a: balanço; demonstração dos resultados por naturezas; demonstração das alterações no capital próprio; demonstração dos fluxos de caixa; e anexo. Contudo, a demonstração das alterações no capital próprio (que na NC-ESNL se designa por demonstração das alterações nos fundos patrimoniais) e a demonstração dos fluxos de caixa não são aplicáveis na NCRF-PE e na NCM.

No que se refere ao novo código de contas, e à semelhança do que acontecia no POC, verifica-se a existência das contas agrupadas em oito classes, pese embora com uma nova denominação. As entidades que aplicam as NCRF, a NCRF-PE e a NCM apresentam um plano de contas, em que a nomenclatura das mesmas é igual nesses regimes, o mesmo não acontecendo com as entidades que aplicam a NC-ESNL, residindo a principal diferença no destinatário das atividades destas entidades, ou seja, enquanto as primeiras entidades direcionam as suas atividades para os clientes e têm por objetivo obter lucro das atividades que praticam, as segundas entidades direcionam as suas atividades para os utentes e o objetivo centra-se no bem social.

De um modo geral, o SNC veio mudar a apresentação e a terminologia das demonstrações financeiras, pelo que se deve considerar a sua estrutura conceptual como o documento de referência teórico do SNC, onde se pode interpretar corretamente a conjuntura geral da contabilidade e na qual se definem os fundamentos da informação financeira. Contudo, a diversidade contabilística existente em Portugal ainda tem, pelas ineficiências e assimetrias de informação geradas, um efeito perturbador nos seus utilizadores, assim como nos mercados financeiros. Se, por um lado, a prática reflete a crescente comparabilidade do sistema de informação contabilístico apresentado pelas diversas entidades, subordinadas ao mesmo sistema, por outro lado, constata-se um hiato nessa comparabilidade, principalmente no que respeita ao modelo e demonstrações financeiras produzidas pelos diferentes regimes, em consequência das inúmeras possibilidades permitidas legalmente.

Contexto da Avaliação de Empresas

2.1. Enquadramento

A globalização associada às necessidades de informação económica e financeira das entidades que atuam nos mercados constitui atualmente um factor de justificação da regulamentação contabilística (Cravo, 2010). Assim, após uma breve referência, no capítulo anterior, aos antecedentes do SNC, com uma retrospectiva do que foi o POC, desde a sua primeira publicação em 1977 até à introdução do SNC em 2010, tendo por objetivo satisfazer o requisito da harmonização contabilística europeia, bem como após a apresentação da estrutura conceptual, das normas contabilísticas e dos modelos das demonstrações financeiras e código de contas do atual SNC. Este capítulo centra-se na problemática da avaliação de empresas, evidenciando alguns conceitos introdutórios e analisando modelos de avaliação baseados no balanço, na demonstração de resultados e no mercado, pois, pese embora existam outros modelos de avaliação, como por exemplo, modelos baseados no *cash-flow*, deve ter-se em consideração as suas limitações face às respetivas fórmulas de cálculo, bem como à necessidade de adaptá-los às empresas que se pretendem avaliar.

A avaliação de empresas não é de todo um conceito novo, pois há muito que os *stakeholders*, com mais ou menos experiencia na área financeira, tentam determinar o valor da empresa. Contudo, a avaliação de empresas depende do contexto em que a mesma é efetuada, sendo que o seu desconhecimento, não agiliza a aplicação dos respetivos modelos de avaliação.

Por um lado, existe um carácter objetivo, relacionado com características quantitativas, como por exemplo a determinação do valor da empresa em função do preço das ações ou do valor do património. Por outro lado, existe um carácter de subjetividade, determinado por um conjunto de diversos fatores, normalmente qualitativos, que condicionam ou influenciam a tomada de decisão no processo de avaliação da empresa. De facto, a óptica e as características pessoais do avaliador, o contexto económico, social e político em que a avaliação é efetuada, as circunstâncias que promovem a necessidade da avaliação (Martins, 2005), a credibilidade da empresa, o valor da marca, bem como dos seus produtos no mercado, são fatores que conferem subjetividade ao processo de avaliação de uma empresa.

Esta problemática apresenta a complexidade associada à avaliação de empresas, na qual este capítulo se desenvolverá, sabendo que as empresas estão inseridas numa economia global, em contexto de grande incerteza e com um prémio de risco elevado. Assim, dada a importância para a avaliação de empresas, estas variáveis pressupõem-se constantes neste Projeto Aplicado, face à diversidade de contextos que poderiam afetar a avaliação através do seu meio envolvente.

Assim sendo, as empresas devem ser analisadas caso a caso, pois as diferenças existentes em cada uma delas conduzem a avaliações dispares e, consequentemente, à toma de decisão focada nesses resultados. Todavia, no processo de avaliação de empresas é necessário, por uma parte, selecionar, aplicar e definir parâmetros para cada modelo ou método de avaliação (Martins, 2005), em função da empresa em que os mesmos serão aplicados. E, por outra parte, é necessário ter em conta as limitações e as restrições associadas aos modelos e métodos de avaliação a aplicar, pois tendo eles o mesmo objetivo poderão conduzir a conclusões diferenciadas.

Desta forma, a avaliação é sempre uma aproximação ao valor que se deve basear num mercado justo e razoável, podendo ser uma aproximação do valor em funcionamento ou uma aproximação do valor em liquidação. Sendo uma aproximação do valor em funcionamento, justifica-se com base no valor de mercado dos ativos menos o valor dos passivos, considerando o risco de mercado. Sendo uma aproximação do valor em liquidação, justifica-se com base no preço obtido do mercado e considera o risco global no valor em liquidação.

O objetivo deste capítulo centra-se na análise dos modelos de avaliação baseados no balanço (ponto 2.3), na demonstração de resultados (ponto 2.4) e no mercado (ponto 2.5), tendo-se recorrido à literatura mais relevante sobre essas temáticas: Damodaran (2013); Fernández (2008); Matos (2009); Neves (2002); e Rojo (2007). Os primeiros modelos estabelecem a avaliação de empresas na ótica patrimonial das mesmas. Os segundos modelos combinam a avaliação de empresas na ótica do desempenho. Os terceiros modelos focam a avaliação de empresas através de uma combinação de variáveis e efeitos, suportadas em diversas fontes de informação.

Para enquadrar estes modelos, apresentam-se alguns conceitos introdutórios aplicados à avaliação de empresas (ponto 2.2). Contudo, dada a diversidade de modelos de avaliação de empresas existentes, os modelos aqui apresentados correspondem a uma opção de modelos com maior aplicabilidade às empresas objeto de estudo. Caso contrário, a extensão dos mesmos determinaria que o presente Projeto Aplicado não se pudesse concluir com todo o alcance desejado dadas as especificidades das empresas.

2.2. Conceitos Aplicados na Avaliação de Empresas

Depois da introdução ao que se irá abordar neste capítulo, inicia-se uma abordagem a conceitos aplicados na avaliação de empresas, os quais são fundamentais para a análise da mesma. Desta forma, constata-se que, na atualidade, as empresas encontram-se incluídas num ambiente globalizado, competitivo e a avaliação é essencial para determinar o seu valor, sendo para tal necessário estudar: o custo; o mercado; o preço; e a própria avaliação, a qual, de uma forma, ou de outra, se encontra associada ao conceito de valor.

Perante a situação económica, conhecer o valor da empresa é uma informação substancial para a sua gestão, seja simplesmente para determinar o valor da empresa para a realizar um negócio, ou seja para melhorar os rácios de atividade e respetivo desempenho económico ou, ainda, para proceder à liquidação da empresa. Todavia, os casos mais correntes são o recurso ao financiamento bancário, a avaliação de estratégias, a implementação de reestruturações, o compromisso com privatizações, os processos de entrada em bolsa, os novos projetos de investimento, a realização de fusões, aquisições e cisões, a avaliação da capacidade de gestão dos seus responsáveis ou, em casos extremos, por motivos de sucessão e divórcio (Martins, 2005).

Assim, a determinação do valor da empresa é muito importante e deve ser fundamentada. Igualmente, a avaliação convencionada o pressuposto da entidade em continuidade, isto é, a empresa segue o seu normal e regular funcionamento, não havendo intenção nem necessidade de a liquidar, nem de reduzir significativamente o volume das suas operações, ou seja, considera-se que a empresa opera continuamente e com duração ilimitada (MFAP, 2009a). O nível de controlo do capital e o grau de liquidez são pressupostos essenciais para o avaliador, pois o controlo do capital permite ao seu detentor ter poder, ou não, de decisão sobre a empresa e o grau de liquidez reflete a facilidade, ou não, de se poder transformar o investimento em dinheiro. Paralelamente, para determinar o valor da empresa, o avaliador leva em linha de conta o propósito da avaliação, pois diferentes propósitos conduzem a critérios de avaliação divergentes e, consequentemente, a diversos valores (Neves, 2002).

Na medida em que existem interpretações discordantes para o mesmo conceito, apresentam-se no Quadro 14 os seguintes conceitos de valor: valor de uso; valor residual; justo valor; valor presente; e valor realizável.

Quadro 14. Conceitos de «Valor»

Valor	Norma	Conceito
Valor de uso	NCRF 8 NCRF 12 NCRF 26	É o valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados, que se espera surjam do uso continuado de um ativo ou de uma unidade geradora de caixa e da sua alienação no fim da sua vida útil.
Valor residual	NCRF 6 NCRF 7	Quantia estimada que uma entidade obterá corretamente pela alienação de um ativo, após dedução dos custos de alienação estimados, se o ativo já tivesse a idade e as condições esperadas no final da sua vida útil.
Justo valor	NCRF 23 NCRF 27 NCRF 28 § 98 da EC	Quantia pela qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre elas.
Valor presente	§98 da EC	O ativo é escriturado pelo valor presente descontado dos futuros influxos líquidos de caixa que se espera que o item gere no decurso normal dos negócios. Ou o passivo é escriturado pelo valor presente descontado dos futuros exfluxos líquidos de caixa que se espera que seja necessário para liquidar o passivo no decurso normal do negócio.
Valor realizável	§98 da EC	Quantia de caixa, ou equivalentes de caixa, que pode ser correntemente obtida ao vender um ativo numa alienação ordenada. Ou quantia não descontada de caixa ou equivalentes de caixa que se espera que seja paga para satisfazer os passivos no decurso normal do negócio.

Fonte: Elaboração Própria.

No cálculo do **valor de uso** de um ativo deve ter-se em conta alguns elementos a que a NCRF 12 (MFAP, 2009e) não é alheia. Assim sendo, nos seus §§ 16 a 27, salienta que deve ser refletida uma “*estimativa dos fluxos de caixa futuros que a entidade espera obter do ativo*”, bem como as “*expectativas acerca das possíveis variações na quantia ou na tempestividade dos fluxos de caixa futuros*”. Também, deve considerar-se o “*valor temporal do dinheiro, representado pela taxa corrente de juro sem risco de mercado*”, “*o preço de suportar a incerteza inerente ao ativo*” e ainda outros fatores, tais como a “*falta de liquidez, que os participantes do mercado refletissem no apreamento dos fluxos de caixa futuros que a entidade espera obter do ativo*”.

A título de exemplo, no § 99 a NCRF 6 (MFAP, 2009e: 36278) é referido que o **valor residual** de:

“um ativo intangível com uma vida útil finita deve ser assumido como sendo zero a menos que: (a) haja um compromisso de um terceiro de comprar o ativo no final da sua vida útil; ou (b) haja um mercado ativo para o ativo e: (i) o valor residual possa ser determinado com referência a esse mercado; e (ii) seja provável que tal mercado exista no final da sua vida útil”.

A importância dada ao **justo valor** no âmbito do novo normativo é de tal forma relevante que a aplicação deste conceito é tratado em 13 das 28 NCRF, sendo elas a NCRF 6 – Ativos Intangíveis, NCRF 8 – Ativos Não Correntes Detidos para Venda e Unidades Operacionais Descontinuadas, NCRF 9 – Locações, NCRF 11 – Propriedades de Investimentos, NCRF 14 – Concentrações de Atividades Empresariais, NCRF 17 – Agricultura, NCRF 18 – Inventários, NCRF 20 – Rédito, NCRF 22 – Contabilização dos Subsídios do Governo e Divulgação de Apoios do Governo, NCRF 23 – Os Efeitos de Alterações em Taxas de Câmbio, NCRF 27 – Instrumentos Financeiros e NCRF 28 – Benefícios dos Empregados. Para melhor se compreender a complexidade conceptual do conceito de justo valor, por contraponto ao conceito do custo, observe-se o Quadro 15, com destaque para as características diferenciadoras de ambos os conceitos.

Quadro 15. Custo versus Justo Valor

	Custo	Justo valor
Origem	Resulta da própria realidade documental.	Resulta de aproximações sucessivas e graduais á realidade.
Temporalidade	Corresponde a uma informação do passado.	Corresponde a uma informação do presente.
Determinação do valor	É efectivo.	É provisório (e afeto a uma data).
Documento de suporte	É justificado numa factura ou outro documento.	É justificado num parecer (global ou parcial).
Risco	Envolve maior nível de certeza e perfeição, logo menor risco.	Envolve maior nível de incerteza e imperfeição, logo maior risco.

Fonte: Abreu *et al* (2009: 35).

Também existem outros conceitos, nomeadamente custo e quantia escriturada, que importa precisar. Assim, no § 8 da NCRF 6 – Ativos Intangíveis, no § 6 da NCRF 7 – Activos fixos tangíveis, ou no §5 da NCRF 11 – Propriedades de Investimentos, relatam que **custo** (MFAP, 2009e: 36293) é a:

“quantia de caixa ou seus equivalentes paga ou o justo valor de outra retribuição dada para adquirir um ativo no momento da sua aquisição ou construção, ou quando aplicável, a quantia atribuída a esse ativo aquando do reconhecimento inicial de acordo com os requisitos específicos de outras NCRF.”

E **quantia escriturada** (MFAP, 2009e: 36293) é a:

“quantia pela qual um activo é reconhecido no balanço, após a dedução de qualquer depreciação/amortização acumulada e de perdas por imparidade acumuladas inerentes”.

Por seu lado, o **valor presente** de um bem está relacionado com o valor temporal do dinheiro. Inerente à avaliação de empresas, tal como anteriormente se referiu encontra-se o **mercado**, o qual

pode ser considerado um espaço físico ou não, onde compradores e vendedores se encontram com o objetivo de efetuar uma transação, que pela sua natureza e especificidade dá origem a diferentes tipos de mercado, por exemplo: mercado bolsista, mercado de capitais, entre outros. Estes mercados podem ser mais ou menos eficientes, dependendo do grau de fiabilidade, objetividade e neutralidade com que a avaliação do bem a transacionar é feita, ou seja, se existir um mercado de referência é possível atribuir um preço ao bem comparando-o com o preço que é praticado nesse mercado de referência.

No §8 da NCRF 6 – Ativos Intangíveis (MFAP, 2009e: 36272), usa-se o conceito de mercado ativo, no qual se verifiquem todas as condições seguintes:

“os itens negociados no mercado são homogêneos; podem ser encontrados a qualquer momento compradores e vendedores dispostos a comprar e vender; os preços estão disponíveis ao público”.

Por sua vez, o **preço** é o valor pelo qual o comprador está disposto a adquirir o bem e o vendedor está disposto a vender, ou seja é um ponto de encontro do valor de um bem num dado momento do tempo. No § 25 da NCRF 6 – Ativos Intangíveis (MFAP, 2009e: 36273) é referido que o preço:

“que uma entidade paga para adquirir separadamente um ativo intangível reflecte as expectativas acerca da probabilidade de que os benefícios futuros esperados incorporados no ativo irão fluir para a entidade”

O comprador para determinar o preço do bem, considera as perspectivas futuras do negócio, a continuidade do capital investido e o custo desse capital, bem como a taxa de juro de risco aceitável o que incute à transação do bem um carácter de temporalidade. Os conceitos referidos conduzem o analista a um propósito específico que é a avaliação de empresas. Assim, o Quadro 16 apresenta algumas definições de avaliação a nível nacional.

Quadro 16. Conceito de «Avaliação» a Nível Nacional

Autor	Definição
Bastardo e Gomes (1996)	avaliar é determinar o valor da empresa, tendo em conta a sua situação particular.
Neves (2002)	avaliar consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica.
Martins (2005)	avaliar significa apurar ou estimar o valor de determinada coisa, sendo a avaliação um processo essencialmente subjectivo dado que depende de variados factores.

Fonte: Elaboração própria

De facto, a questão da avaliação de empresas há muito tempo que é alvo de diferentes interpretações e análises, pelo que no Quadro 17 se apresentam alguns conceitos de avaliação a nível internacional.

Quadro 17. Conceito de «Avaliação» a Nível Internacional

Autor	Definição
AECA (1996)	avaliar é estabelecer dois cenários: avaliação através dos ativos da empresa; e avaliação através dos passivos da empresa.
Fernández (2008)	avaliar é vista como a soma dos valores das suas diferentes unidades de negócio.
Rojo (2007)	avaliar é um processo através do qual se atribui um valor às coisas, isto é, o processo para determinar o valor para os <i>stakeholders</i> .
Damodaran (2012)	avaliar consiste em determinar o valor dos ativos afetos à empresa, das ações no mercado e das dívidas contraídas pela empresa no mercado.

Fonte: Elaboração própria

Nas citações expostas, quer a nível nacional, quer a nível internacional, confirma-se que a avaliação de uma empresa tem por objetivo atribuir-lhe valor. De facto, ter conhecimento do valor efetivo das empresas sempre foi condição suficiente, quer para a própria empresa, quer para os *stakeholders*, para perceberem a dimensão da empresa face ao meio envolvente que com ela interage.

Atualmente, esta dimensão pode ser afetada pela situação económica em que vive. Pois, após, se ter passado por um período em que os movimentos de fusão e aquisição de empresas ocorreram com regularidade, um pouco por toda a parte do mundo, e nas mais diversas áreas de atividade, importa agora refletir sobre os métodos que permitiram aos especialistas a concretização da avaliação empresarial (Banha, 2003). Contudo, hoje em dia, esta situação está agravada pelo período de insolvências, em parte motivada pelo facto do valor das empresas no mercado, aparentemente, não ser coincidente com o seu valor real. Frequentemente se questiona sobre a dificuldade em encontrar o valor de uma empresa.

Genericamente, o valor de uma empresa centra-se no equilíbrio entre o valor que um potencial comprador lhe atribui e o valor que o vendedor deseja receber. De uma forma mais precisa, o valor de uma empresa pode ser calculado através dos modelos de avaliação de empresas que têm vindo a ser referidos. Contudo, para os profissionais da gestão, a aplicação pura desses modelos não é suficiente, uma vez que as avaliações também dependem de expectativas futuras do desempenho das empresas, advindo daí a dificuldade em determinar o verdadeiro valor, pois o grau especulativo

de avaliar o futuro poderá ser maior ou menor, condicionando o resultado final e o propósito específico da avaliação de empresas.

De facto, a classificação de modelos e métodos de avaliação de empresas sofreu alterações ao longo do tempo. Por exemplo, a *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas* (AECA), em 1983, estabeleceu uma primeira classificação, diferenciando a avaliação de empresas entre métodos simples e métodos compostos (AECA, 1983). Os métodos simples são subdivididos em valor substancial, ativo real líquido e rendimento futuro esperado de exploração, sendo eles que servem de base aos métodos compostos. Porém, a AECA, em 1996, alterou e considerou outra classificação para a avaliação de empresas, especificamente através dos ativos e através dos passivos da empresa (AECA, 1996).

Face ao exposto, a classificação dos modelos na avaliação de empresas é de tal forma divergente, que diversos autores publicam outras classificações sobre este tema. Por exemplo, tendo por base a sua experiência profissional, Pratt *et al.* (1998) definiu três aproximações de avaliação, baseadas no rendimento (demonstração de resultados), no mercado e no ativo (balanço).

Por sua vez, Wang (1999) apresentou três tipos de avaliações de empresas, em concreto: os modelos discretos e deterministas, como o modelo de fluxo de caixa descontado ou o modelo de Gordon; os modelos discretos e estocásticos; e os modelos contínuos.

Também Holthausen e Watts (2001) identificaram três modelos: modelos baseados no balanço; modelos baseados nos benefícios (demonstração de resultados); e o modelo de Ohlson. Estes autores avaliaram a utilidade da informação contabilística mostrando o seu valor relevante para os *stakeholders*, para reduzir a incerteza nas suas decisões, justificar suas escolhas e expectativas associadas com a rentabilidade e o risco de investimento, reconhecendo estes sinais como informativos, o que pode alterar o preço mercado.

Assim, de uma análise da literatura, Matos (2009) destacou: os modelos baseados no balanço, que analisam a empresa e o seu ambiente através do ativo (bens e direitos), do passivo (das responsabilidades) e do capital próprio (ou fundos próprios na perspectiva financeira), num dado momento, pertencentes à unidade económica direccionando a fonte de informação, bem como a sua componente estática. Os modelos baseados no resultado que analisam a empresa e o seu ambiente através do resultado evidenciado na demonstração de resultados e destacou os seus efeitos (persistência da influência sobre o valor, poder e previsão), direccionando a fonte de informação, bem como a sua componente evolutiva. E, por último, os modelos baseados no mercado analisam a

empresa e o seu ambiente através de uma combinação de variáveis e efeitos, dirigindo diversas fontes de informação, misturadas com influências (estáticas e evolutivas) e gerando um processo dinâmico.

Face a estas classificações, verifica-se que existe um conjunto diversificado de modelos que têm como objetivo analisar corretamente o valor das empresas. Perante esta diversidade, qual se deve utilizar? Qualquer que seja a escolha do modelo a utilizar existe sempre uma intenção específica, que é condicionada pelo tipo de empresa que está a ser objeto de análise e da sua dimensão, bem como do analista que efetua a avaliação. Assim, a gestão tem ao seu dispor uma importante ferramenta de avaliação que é a análise financeira. A este propósito, Bastardo e Gomes (1996: 58) referem que:

“A avaliação das empresas deve ser sempre precedida da sua análise económica e financeira.”

De facto, a análise financeira auxilia o processo de avaliação de empresas, uma vez que permite determinar o valor do património da empresa, através da correção dos elementos contabilísticos; avalia a capacidade da empresa de gerar lucros futuros; fornece informações sobre a solvabilidade, rentabilidade, pontos fortes e pontos fracos da empresa na óptica financeira (Cohen, 1996).

Seja qual for o modelo adotado, o valor da empresa será sempre baseado na informação do presente, que é conhecida com um elevado nível de certeza, mais o valor baseado na informação do término, que pode ser conhecida com um adequado nível de confiança, mais o valor baseado na perspectiva de longo prazo, que corresponde à parte especulativa da avaliação (Matos, 2009). Desta forma, verifica-se que o valor atribuído a uma empresa depende de diferentes fatores (objetividade *versus* subjetividade e interesses do comprador *versus* interesses do vendedor) que irá determinar a utilização de diferentes óticas de avaliação. Contudo, é também importante destacar o processo negocial existente entre as partes, pois só assim se poderá encontrar o preço que alguém está disposto a pagar pela aquisição da empresa, tendo sempre presente que na fase final da negociação, o preço para quem compra e para quem vende é igual, ou seja, a empresa deixa de ter um valor subjetivo para passar a ter um valor objetivo e real.

Toda esta problemática de conceitos sobre valor, mercado, preço, custo, avaliação e métodos de avaliação foram (e são) alvo de intensas discussões ao longo do tempo, com diversos autores a escreverem e opinarem sobre a melhor forma de definir cada uma destas variáveis. Contudo, não se pode identificar nenhuma dessas opiniões como sendo a melhor ou a mais válida, pois para se

medir o desempenho de uma empresa é necessário dispor de informação completa e todas as variáveis são determinantes para o cálculo do valor, dado que, por sua vez, é um processo que exige continuidade no tempo para melhorar as decisões estratégicas e operacionais da empresa, com vista a identificar o melhor desempenho da gestão (Matos, 2009).

2.3. Modelos de Avaliação Baseados no Balanço

No ponto anterior foi referido que o processo de avaliação de empresas envolve questões objetivas, como: o preço das ações ou o valor do capital próprio de uma empresa. Mas, também, questões subjetivas como: o valor da marca ou a credibilidade das empresas no mercado. Desta forma, cada caso é um caso e qualquer que seja o motivo de avaliação de uma empresa existe sempre uma intenção e o modelo a adotar deverá ser escolhido em função dessa intenção.

O modelo de avaliação baseado no balanço é, por um lado, a forma mais direta e expedita de determinar o valor de uma empresa, uma vez que a sua abordagem é feita com base no património da mesma (Costa, 2008). Durante vários anos foi o modelo mais utilizado, porque se obtém o valor da empresa com base nas informações fornecidas pelo balanço, sem qualquer outra fonte de informação. Por outro lado, não é mais do que uma ótica tradicional de avaliação de empresas que se baseia no património para elaborar uma análise financeira, ou seja, analisa a empresa e o seu ambiente através do ativo (bens e direitos), do passivo (obrigações) e do capital próprio (ou fundos próprios na perspetiva financeira), num dado momento. A este propósito, Bastardo e Gomes (1996: 64) salientam que:

“O balanço e a demonstração de resultados são os documentos de síntese mais importantes e que melhor reflectem a situação de uma empresa; é sobre estes que incide uma boa parte do esforço de avaliação, o que é compreensível uma vez que estes documentos reflectem a verdadeira situação patrimonial da empresa e a formação dos lucros”.

Apesar da veracidade da afirmação dos autores citados, e como referido anteriormente, os modelos de avaliação baseados no balanço são estáticos, porque não incluem na sua análise uma perspetiva de dinâmica futura, ou seja, consideram que o valor da empresa reside unicamente no seu valor patrimonial, dado pela sua leitura num dado momento do tempo. No entanto, existem outros fatores que influenciam, positiva ou negativamente, o valor da empresa, como por exemplo o

posicionamento que a empresa tem no mercado em que atua, o *know-how* dos seus recursos humanos, a sua estrutura organizacional e contratual, a carteira de clientes que possui, as políticas ambientais e sociais que segue, entre outros. Assim, os fatores que podem condicionar o valor da empresa e uma simples análise contabilística ao mesmo não se reflete em termos de resultados no balanço patrimonial.

Segundo Matos (2009) foram encontrados catorze modelos que utilizam a informação do balanço para determinar o valor de uma empresa: o método do valor contabilístico; método do valor de reposição; método do valor de liquidação; método do valor do património líquido; modelo Q de Tobin; método do valor de mercado; método do valor intrínseco; método de valorização da empresa através da valorização da dívida; método do *Cash Flow*; método do *Cash Flow* livre; modelo de *Williams*; modelo de *Gordon*; método do valor atual e das oportunidades de crescimento; e o método do preço sobre o valor contabilístico. Destes modelos apenas se irão tratar os que têm por base o sistema de informação contabilística e não os que tem por base a informação de mercado, em consequência do carácter jurídico e contabilístico das empresas que são alvo do estudo empírico que será apresentado na segunda parte deste Projeto Aplicado.

Nestes termos, o **método do valor contabilístico** determina o valor da empresa pela soma de todas as partes que tradicionalmente constituem o património da empresa representado no balanço (Matos, 2009). Contrariamente ao que se verificou no período de vigência do POC, em que o método do valor contabilístico se baseava em dados históricos, não contemplando questões como o risco, a criação de valor ou o valor atual, servia apenas para avaliar a empresa num momento exato do tempo. Atualmente, esta informação continua a ser importante, mas apenas como ponto de partida para se estimar o que poderá acontecer no futuro, uma vez que os novos processos de avaliação de empresas dão preferência a questões relacionadas com o valor temporal do dinheiro.

Nesta valorização, os valores registados no Ativo (corrente e não corrente), Passivo (corrente e não corrente) e Capital próprio apresentam a imagem verdadeira e apropriada. Assim, de acordo com o § 6 da NCRF 8 (MFAP, 2009e: 36284), o ativo corrente deve satisfazer qualquer dos seguintes critérios:

“(a) se espera que seja realizado, ou se pretende que seja vendido ou consumido, no decurso normal do ciclo operacional da entidade; (b) esteja detido essencialmente para a finalidade de ser negociado; (c) se espere que seja realizado num período de doze meses após a data do balanço; (d) seja caixa ou um activo equivalente de caixa a menos que lhe

seja limitada a troca ou o uso para liquidar um passivo pelo menos doze meses após a data do balanço”.

Por sua vez, de acordo com o § 6 da NCRF 8 (MFAP, 2009e: 36284), o ativo não corrente é definido como o:

“activo que não satisfaz a definição de activo corrente”,

ou seja, não se espera que seja realizado, ou não se pretende que seja vendido ou consumido, no decurso normal do ciclo operacional da entidade; não esteja detido essencialmente com a finalidade de ser negociado; não se espere que seja realizado num período de doze meses após a data do balanço; ou não seja caixa ou um activo equivalente de caixa a menos que lhe seja limitada a troca ou o uso para liquidar um passivo pelo menos doze meses após a data do balanço.

Por seu lado, o § 4.8 da NCRF-PE (MFAP, 2009d: 36238), salienta que:

“Um passivo deve ser classificado como corrente quando satisfaz qualquer um dos seguintes critérios: se espere que seja liquidado durante o ciclo operacional normal da entidade; esteja detido essencialmente para a finalidade de ser negociado; deva ser liquidado num período até doze meses após a data do balanço; ou a entidade não tenha um direito incondicional de diferir a liquidação do passivo durante pelo menos doze meses após a data do balanço. Todos os outros passivos devem ser classificados como não correntes”.

Assim, a diferença entre os ativos e os passivos, ou seja, a diferença entre tudo aquilo que a empresa possui e o que deve a terceiros corresponde ao Capital próprio. Segundo Antunes (2008: 32):

“O capital próprio corresponde ao património líquido da empresa e é composto pelas seguintes rubricas com tradução contabilística: capital social, reservas, prestações suplementares e resultados transitados. O capital próprio de uma empresa é sempre igual ao seu activo deduzido do passivo”.

Deste modo o resultado é obtido da seguinte forma:

$$V = \text{Capital próprio} - \text{ações próprias (valor nominal} \pm \text{prémio ou desconto)} + \text{Reservas reavaliação} + \\ + \text{Reservas} \pm \text{Resultado exercícios anteriores} \pm \text{Resultado líquido exercício} - \text{Dividendos}$$

Por seu lado, o **método do valor de reposição** determina o valor da empresa como sendo a soma do preço de compra da empresa ou de cada um de seus ativos, considerando o seu estado atual e a sua utilidade, partindo do princípio que a empresa continuaria a sua normal atividade. Este método pode ser aplicado para determinar o valor da empresa atual, de acordo com o investimento que deveria ser feito para criar uma nova empresa em condições idênticas. De salientar que, neste método, para determinar o valor da empresa é tido em conta o efeito da inflação, mas não incorpora a criação de valor (Matos, 2009).

Já o **método do valor de liquidação** representa o valor da empresa caso o propósito da avaliação seja a liquidação da empresa, ou seja, encerrar a atividade e, consequentemente, vender todos os ativos e pagar todas as obrigações. Neste caso, o valor seria ajustado através da própria liquidação, com: pagamentos a empregados; encargos tributários; e todas as despesas que decorressem do encerramento. Assim, o valor de liquidação é obtido da seguinte forma:

$$V_{jt} = VLA_{jt} - VLP_{jt}$$

Sendo que:

V_{jt} valor da empresa j no momento t

VLA_{jt} valor de liquidação do ativo da empresa j no momento t

VLP_{jt} valor de liquidação do passivo da empresa j no momento t

Enquanto, o **método do Cash Flow** estabelece o valor da empresa através do valor das suas quotas/ações, determinado a partir da sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros para seus proprietários. Este método é considerado o mais adequado para avaliar a empresa, uma vez que se baseia numa previsão cuidadosa e detalhada de cada período (Matos, 2009) e é obtido da seguinte forma:

$$V_{jt} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k_s)^t} + \frac{V_{jn}}{(1+k_s)^n}$$

Sendo que:

V_{jt} valor da empresa j no momento t

CF_t valor atual do cash flow no momento t

k_s taxa ajustada ao prémio de risco

V_{jn} valor residual da empresa j no momento n

O **método do Cash Flow livre** representa o excesso de fluxos de caixa gerados pelas operações da empresa que são necessárias para financiar os projetos de investimento, desde que tenha valor

presente líquido positivo e quando descontado a um custo de capital dado relevante. Assim, o custo de capital associado ao fluxo de caixa livre permite a determinação do valor da empresa.

Por sua vez, o **modelo de Williams** determina o valor da empresa pela soma do valor atual dos dividendos, considerados como resultado de uma renda perpétua e atualizada a uma taxa de desconto constante. Assim, de acordo com § 25 da NCRF 12 (MFAP, 2009e: 36300), as taxas de desconto:

“deve(m) ser a(s) taxa(s) antes de impostos que reflecta(m) as avaliações correntes de mercado sobre: (a) o valor temporal do dinheiro; e (b) os riscos específicos para o activo em relação aos quais as estimativas de fluxos de caixa futuros não tenham sido ajustadas”.

Nestes termos, o § 26 da NCRF 12 (MFAP, 2009e: 36300), acrescenta que:

“uma taxa que reflecta as avaliações correntes de mercado do valor temporal do dinheiro e dos riscos específicos para o activo é o retorno que os investidores exigiriam se fossem eles a escolher um investimento que gerasse fluxos de caixa de quantias, tempestividade e perfil de risco equivalentes às que a entidade espera obter do activo”.

Para, o § 27 da NCRF 12 (MFAP, 2009e: 36300), referir que:

“quando uma taxa de um activo específico não estiver directamente disponível no mercado, uma entidade usa substitutos para estimar a taxa de desconto”.

Por conseguinte, o valor da empresa baseia-se no pressuposto que o valor do património líquido da empresa é igual ao valor presente dos dividendos líquidos esperados e distribuídos aos acionistas ou sócios da empresa. Este modelo é também denominado do desconto de dividendos (Matos, 2009) e é obtido da seguinte forma:

$$V_{jt} = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E[D_{t+\tau}]}{(1+k)^{\tau}}$$

Sendo que:

V_{jt} valor do título da empresa j no momento t
 $E[dt+!]$ valor esperado do dividendo a pagar ($dt+1$) no momento $t+1$
 k factor de desconto, taxa de rentabilidade de equilíbrio no mercado
 t horizonte temporal com período infinito

O **método do valor atual e das oportunidades de crescimento** determina o valor da empresa como o resultado do valor atual dos benefícios da empresa mais o valor atual esperado de novos

projetos de investimento durante o período de avaliação. Este método considera que o crescimento da empresa só começa a criar valor quando a rentabilidade dos projetos futuros de investimento é maior do que o retorno exigido pelo investidor, que também pode ser entendido como o valor presente das oportunidades de crescimento, mais o valor presente dos sucessivos projetos de investimento desenvolvidos pela empresa, considerando um retorno mínimo exigido pelos investidores (Matos, 2009).

$$V_{jt} = \frac{B}{K_{Fp}} + VAOC = \frac{B}{K_{Fp}} + \frac{VAN}{K_{Fp} - g}$$

Sendo que:

- V_{jt} valor da empresa j no momento t
 B benefício atualizado esperado pelo investidor
 K_{Fp} rentabilidade mínima exigida do projeto de investimento
 $VAOC$ valor atual das oportunidades de crescimento
 $VANI$ valor atual líquido esperado do projeto de investimento realizado no primeiro período
 g taxa de crescimento do projeto de investimento

Por último, o **método do preço sobre o valor contabilístico** corresponde ao cociente entre o preço da ação ou a quota no fim de um exercício económico e o valor contabilístico dos recursos próprios no mesmo exercício económico.

Face ao exposto, no Quadro 18 sintetizam-se algumas das razões que podem justificar a necessidade da avaliação de empresas com recurso aos modelos baseados no balanço.

Quadro 18. Razões de Elaboração dos Modelos de Avaliação Baseados no Balanço

Razões	Descrição
Identificação de todos os bens ativos e passivos constituintes do património da empresa	Este tipo de avaliação obriga a identificar todos os bens da empresa, ficando o comprador a saber quais os ativos e passivos que integram o património da empresa alvo de avaliação.
Reestruturação da empresa adquirida	Este tipo de avaliação é resultado da intenção de vender alguns ativos da empresa adquirida e o comprador deve estimar as mais-valias ou menos-valias potenciais, pois estas estarão sujeitas a imposto sobre o lucro ou um crédito de imposto, o que pode obrigar a um fluxo de saída de caixa ou a uma poupança de imposto sobre o lucro. As mais e menos valias serão estimadas pela diferença entre o justo valor do ativo e o seu valor contabilístico.
Trespasse e Goodwill contabilístico	Este tipo de avaliação é justificado na necessidade de determinar o valor de trespasse (Goodwill contabilístico) que determina o justo valor dos ativos e dos passivos.

Fonte: Adaptação de Neves (2002).

Em suma, todos os autores são unânimes em afirmar que os modelos de avaliação baseados no balanço, não são suficientes para determinar o valor de uma empresa, devido ao seu âmbito patrimonial e estático. Estes modelos não contemplam o prémio de risco, nem as expectativas futuras, apenas se limitam a analisar os valores num dado momento do tempo. Contudo, a sua elaboração é importante, porque se tratam de modelos que servem de base para muitas outras interpretações.

2.4. Modelos de Avaliação Baseados na Demonstração de Resultados

Após análise dos modelos de avaliação baseados no balanço, seguindo uma ótica patrimonial, em conformidade com o documento contabilístico de referência do balanço, procede-se neste ponto do Projeto à análise dos modelos de avaliação baseados na demonstração de resultados. Como referem Grenha *et al* (2009: 80):

“ A informação acerca do desempenho é principalmente dada numa demonstração de resultados”.

Os modelos de avaliação baseados na demonstração de resultados de um exercício económico da empresa em análise têm por objetivo determinar o valor da mesma através do valor de diferentes variáveis retiradas da demonstração de resultados, como sejam: o lucro; os dividendos; as vendas e as prestações de serviços, ou seja, analisar o desempenho da empresa permitindo aos *stakeholders* observarem melhor o desempenho das empresas e o prémio de risco que as envolve.

Nestes termos, no **modelo baseado no lucro** é essencial conhecer o nível de alcance que o resultado líquido pode ter, qual a sua tendência e quais as componentes que o integram durante um horizonte temporal, sendo que esse horizonte deve ser suficientemente largo para que possa ser considerado constante. A este propósito, Sloan (1996) afirma que o lucro atual é tanto mais persistente quanto maior o impacto nas expectativas de mercado e no futuro da empresa. Contudo, a melhor conjuntura de lucro futuro reside no lucro atual, incluindo componentes de carácter permanente e excluindo as componentes de carácter transitório, uma vez que os primeiros diminuem a incerteza e os segundos aumentam a incerteza, refletindo-a num determinado período de análise. Assim sendo, sobre a capacidade da informação financeira em reduzir a incerteza, Matos (2009) considera que os acontecimentos relevantes ocorridos em momentos anteriores estão refletidos no

lucro do período atual, enquanto que os acontecimentos presentes não são reconhecidos pelo modelo da persistência de lucro no momento atual.

A questão que se evidencia é o momento do reconhecimento do rendimento que surge no decurso das atividades ordinárias de uma entidade, designado por Rêdito e definido no §7 da NCRF 20 (MFAP, 2009e: 36325), como:

“o influxo bruto de benefícios económicos durante o período proveniente do curso das atividades ordinárias de uma entidade quando esses influxos resultarem em aumentos de capital próprio, que não sejam aumentos relacionados com contribuições de participantes no capital próprio”.

Segundo alguns autores (Brealey e Myers, 2007; Rojo, 2007), o lucro é a variável explicativa da rentabilidade, não necessitando medir as expectativas do lucro e sem necessidade de comprovar a hipótese de eficiência do mercado. Desta forma, pode ocorrer um desvio nos lucros, motivado pela política de distribuição de dividendos, que afeta os dividendos atuais e reduz os lucros futuros esperados, tendo em conta que quanto maior é o horizonte considerado, maior é a relação entre o lucro e o valor de mercado. A influência do lucro no valor pretende demonstrar a importância da variável lucro na determinação do valor da empresa, avaliando o seu poder explicativo, bem como o seu impacto, especialmente na informação relacionada com a conta de resultados e a sua importância na tomada de decisões pelos utilizadores da informação financeira.

Segundo Martins (2001), o modelo do valor do lucro é determinado através da aplicação do rácio do Indicador de Mercado (IM) histórico, que se obtém pela média entre os dois ou três últimos anos que antecederam o período avaliado e o IM projetado, em que é utilizada a taxa projetada para o ano subsequente ao da avaliação. Assim, o valor da empresa é obtido pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Lucro Líquido Anual} * \text{IM}$$

Sendo que:

$$\text{IM} = [\text{Preço da (Ação/Quota)} / \text{Lucro por (Ação/Quota)}] \text{ da Empresa } x$$

Por seu lado, o **modelo baseado nos dividendos** refere que os dividendos são uma parte dos lucros que efetivamente foram propostos ou pagos aos acionistas, ou seja, são pagamentos efetuados pela empresa aos detentores de parcelas do capital ou vice-versa. Este modelo considera que o valor de uma ação é o valor presente líquido dos dividendos que são esperados, isto é, o valor do património da empresa deve ser calculado dividindo-se o volume de dividendos esperados para o próximo ano

pela taxa de retorno esperada, devidamente subtraída da taxa de crescimento (Muller e Roque, 2003).

Enquanto, o **modelo baseado nas vendas e prestação de serviços** é usado no mercado por diferentes setores de atividade e consiste em calcular o valor da empresa multiplicando-se o seu volume de vendas por um multiplicador. Aleatoriamente, impõe-se um multiplicador para o setor de atividades, meramente pela observação da movimentação do mercado e multiplica-se pelo seu volume de vendas, sendo o resultado o valor da empresa (Muller e Roque, 2003).

De acordo com Damodaran (2012), pode medir-se a rentabilidade em relação ao capital empregado ou em relação às vendas. A rentabilidade indica quanto a empresa obtém de retorno para cada unidade monetária aplicada ou vendida, conforme a análise realizada. Assim, um índice de rentabilidade mais elevado reflete maior crescimento do empreendimento e maior retorno para os proprietários. Os índices de rentabilidade mais utilizados são: margem de lucro; o retorno sobre ativos; o retorno sobre o património líquido; o retorno sobre o capital investido; benefícios antes dos juros e impostos (com o acrónimo em língua inglesa de *earnings before interest and taxes* - EBIT); benefícios antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (com o acrónimo em língua inglesa *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* - EBITDA).

Obviamente, ao determinar o valor de uma empresa deve ter-se como referência os modelos de outras empresas do mesmo setor. Também, existe uma infinidade de outros modelos que são utilizados pelos analistas e que normalmente se podem chamar de modelos *sui generis*, por exemplo, os valores idealizados pelos sócios ou acionistas e que guardam relações diversas ligadas aos interesses desses sócios ou acionistas. Um exemplo simples pode ser a determinação do valor da empresa, dada por um sócio, que corresponda ao valor de seu interesse para deixar a sociedade, sem uma avaliação teórica ou técnica, e sem a preocupação de determinação de um cálculo estatístico, contabilístico ou económico, baseado apenas em razões pessoais. Inúmeras empresas são compradas e vendidas com base nesse tipo de valores e respetivas avaliações. Um dos problemas dessas avaliações é que diferentes momentos da venda implicam diferentes avaliações e, ainda que, as características de mercado em que atua cada empresa implicam diferentes potenciais de riqueza futuros (Muller e Roque, 2003).

2.5. Modelos de Avaliação Baseados no Mercado

Nos pontos anteriores, foram abordados, em primeiro lugar, os modelos de avaliação baseados no balanço, que seguem uma óptica patrimonial, e em segundo lugar os modelos de avaliação baseados na demonstração de resultados, para neste ponto se analisarem os modelos de avaliação baseados no mercado, tendo por base as investigações de Fernández (2001), Damodaran (2002) e Luehrman (2005).

No mercado, os analistas irão encontrar referências para poder fazer comparação entre as empresas. Estas referências podem ser, por um lado, empresas concorrentes com cotação no mercado, ou que tenham sido adquiridas e utilizadas como preços de transação em base comparativa com a empresa ou o negócio que se pretende avaliar. E, por outro lado, os ativos, em que o seu valor é obtido por comparação com ativos similares ou comparáveis aos quais o mercado atribui valores de transação. Em ambas as situações, relaciona-se esse valor de mercado com grandezas representativas do valor patrimonial ou do rendimento. Na prática, as avaliações por comparações, embora aparentemente fáceis de fazer, têm pormenores técnicos que exigem dos analistas profundos conhecimentos da área financeira e contabilística.

Na realidade não existem duas empresas perfeitamente iguais, porque estas diferem na dimensão, na quota de mercado, na posição estratégica, nos níveis de qualidade, na gama de produtos e negócios, nas estruturas de gastos, no tipo de instalações, na estrutura financeira, na qualidade do pessoal e nos resultados obtidos que podem ser muito diferentes, não havendo forma de testar a qualidade dos parâmetros utilizados. Nestes casos, é frequente concluir-se que as empresas usadas para comparação não são de facto comparáveis, nomeadamente, em termos de risco, de estrutura de capital, de estrutura de ativos, constituindo desta forma a grande dificuldade na aplicação destas avaliações.

Contudo, os autores anteriormente referidos advogam que se deve recorrer a múltiplos de mercado para tornar o modelo de avaliação de empresas baseado no mercado o mais exato possível. Desta forma, apresentam-se de seguida alguns dos múltiplos mais utilizados no processo de avaliação de empresas e que têm associados diversos indicadores que podem ser utilizados pelas empresas e pelos seus analistas, no sentido de determinar o valor do ativo que se pretende transacionar. Qualquer um dos múltiplos que se irá apresentar justifica a sua utilização pela fácil aplicabilidade e interpretação.

O primeiro múltiplo é o **Price Earnings Ratio (PER)**. Este múltiplo reflete o risco, a rentabilidade e o crescimento da empresa e apesar de ser um múltiplo muito utilizado, tem vindo a perder notoriedade uma vez que se baseia em dados históricos. Face às variáveis constantes na equação, é fácil perceber que este múltiplo não se pode aplicar quando a empresa apresente prejuízos, sendo a informação dada por:

$$\text{PER} = \text{Preço de Mercado} / \text{Lucro (por ação)}$$

O segundo múltiplo é o **Preço face ao Valor Contabilístico** (cujo acrónimo inglês é **PBV - Price to Book Value**), que se assemelha ao *Price Earnings Ratio*, estando a diferença no denominador que se utiliza. Este é fácil de calcular e fornece uma medida de valor relativamente ao capital investido. No entanto, é afetado pelas práticas contabilísticas, é de difícil comparabilidade, não é aplicável a empresas tecnicamente falidas e é de difícil aplicação em empresas de prestação de serviços, dado que estas possuem um valor pouco significativo de ativos fixos, sendo que a fórmula da equação é dada por:

$$\text{PBV} = \text{Preço de Mercado} / \text{Valor Contabilístico (por ação)}$$

O terceiro múltiplo é o **valor patrimonial** que permite compreender a relação entre o preço praticado no mercado e o valor patrimonial na contabilidade. Assim, se o preço praticado no mercado for inferior ao valor patrimonial na contabilidade, a empresa está subavaliada e mostra um forte potencial de valorização. Contrariamente, se o preço praticado no mercado for superior ao valor patrimonial na contabilidade, o potencial de valorização é menor, porque a empresa está sobreavaliada e a ação foi negociada a um preço superior. Este múltiplo pode variar muito de um setor para outro, dependendo muito dos investimentos feitos e do potencial de crescimento de cada um deles, sendo que se apresenta com a seguinte fórmula:

$$\text{Valor patrimonial} = \text{Preço de Mercado} / \text{Valor (na contabilidade) da Empresa}$$

O quarto múltiplo é o **Price to Cash-Flow** (cujo acrónimo inglês é **PCF**) que compara o *cash-flow* gerado sabendo que este é composto pelo resultado líquido, as depreciações/amortizações e as imparidades/provisões do exercício. Pela fórmula percebe-se que este múltiplo relaciona o preço praticado no mercado com o *cash flow*, por ação, indicando o número de anos que o investidor necessita para recuperar o investimento. Tal como o múltiplo anterior, não pode ser aplicado quando a empresa apresenta prejuízos. A fórmula da equação é dada por:

$$\text{PCF} = \text{Preço de Mercado} / \text{Cash-Flow (por ação)}$$

O quinto múltiplo é o *Price Earnings to Growth* (cujo acrónimo inglês é **PEG**) que permite identificar se as ações das empresas estão avaliadas ou subavaliadas, dado que compara o *Price Earnings Ratio* (PER) e a taxa de crescimento esperada. Se o PER é menor que taxa de crescimento esperada, então a empresa está subavaliada. Se o PER é maior que a taxa de crescimento esperada, então a empresa está sobreavaliada. Este múltiplo é considerado vantajoso para indústrias em crescimento e a sua fórmula é dada por:

$$\text{PEG} = \text{PER} / \text{Taxa de Crescimento Esperada}$$

O sexto múltiplo evidencia o **valor da empresa** por comparação entre empresas com base no investimento total antes do efeito do endividamento sobre os lucros, sendo necessário determinar o valor dos capitais líquidos totais investidos. Assim, pode eliminar o efeito das políticas de depreciações/amortizações e as imparidades/provisões (valor da empresa 1) ou não eliminar o efeito das depreciações/amortizações e as imparidades/provisões (valor da empresa 2) e calcula-se:

$$\text{Valor da Empresa (1)} = \text{Valor da Empresa} / \text{EBITDA}$$

$$\text{Valor da Empresa (2)} = \text{Valor da Empresa} / \text{EBIT}$$

Sendo que:

EBITDA *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EBIT *Earnings Before Interest and Taxes*

O sétimo múltiplo de receitas é *Price to Sales* (cujo acrónimo inglês é **PS**) que corresponde a um quociente menos utilizado que os anteriores. Contudo, quando não é possível calcular um dos anteriores torna-se uma alternativa, uma vez que apresenta menos volatilidade, isto é, as políticas contabilísticas registam aqui menos impacto e pode ser aplicado a empresas de mercados diferente, com resultados negativos ou até em situação de falência técnica. Este múltiplo não tem em consideração o risco operacional e financeiro, sendo que se apresenta com a seguinte fórmula:

$$\text{PS} = \text{Valor da Empresa} / \text{Volume de Negócios}$$

O último **múltiplo é o valor de reposição**, cuja designação é dada por *Q de Tobin*. Este múltiplo compara o valor de mercado dos ativos com o custo da sua reposição. Este modelo é útil como medida de criação de valor, produzindo indicações sobre os ativos intangíveis da empresa e sobre o valor esperado para as oportunidades futuras, sendo que se apresenta com a seguinte fórmula:

$$\mathbf{Q \text{ de Tobin} = Valor de Mercado / Custo de Reposição (dos ativos)}$$

Face ao exposto, são inúmeras as possibilidades de modelos para avaliar as empresas baseados no balanço, na demonstração de resultados ou no mercado, na medida em que o conhecimento do valor das empresas é essencial para a tomada de decisões aquando da obtenção de novos financiamentos ou melhoria das condições de financiamento já existentes, do estudo da robustez do negócio e da identificação dos pontos fortes e fracos da estrutura económico-financeira da empresa e da sua atividade (análise SWOT - *Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*), para conseguir melhorar a eficiência da empresa, e consequentemente o seu desempenho.

2.6. Considerações Finais

Apesar dos grandes avanços nas finanças empresariais, a avaliação de empresas continua a ser um processo com elevada complexidade, porque os modelos podem ser aplicados a qualquer tipo de empresa. Por exemplo, normalmente, as empresas pequenas não têm as informações necessárias para alimentar os modelos apresentados, o que cria dificuldades no processo de avaliação. Tal como Costa (2008: 5) refere podem existir outros problemas, como:

“o valor dos activos e passivos são baseados nos seus custos históricos, não tendo em linha de conta factores como a inflação e a obsolescência, e podem divergir muito dos seus valores de mercado. Além disso, existem activos intangíveis valiosos como, por exemplo, o valor das marcas, as redes de relacionamentos, a qualidade dos seus recursos humanos, a reputação da empresa, etc. e que não estão reflectidos no Balanço”.

Também Neves (2002: 33) concorda que:

“A avaliação ao custo histórico motiva a que a avaliação de empresas através de critérios contabilísticos seja inadequada. O apuramento de valores pode estar claramente afectado pelo critério contabilístico adoptado por exemplo nas amortizações dos bens imobilizados,

na valorimetria das existências, as provisões e a capitalização de despesas (investigação e desenvolvimento)”.

Assim, os modelos apresentados devem ajudar o analista a chegar a um determinado valor da empresa. Este valor pode em processo de acordo, por partes interessadas, culminar com a transação efetiva do bem. Pois, caso contrário, as negociações podem arrastar-se por um longo período de tempo e envolver grandes discussões.

Ora, a avaliação de empresas é uma tarefa complexa pelo que se apresentaram neste capítulo diferentes modelos de avaliação de empresas baseados no balanço, na demonstração de resultados e no mercado, tendo em vista a sua aplicação empírica posterior a um conjunto de empresas do setor dos laticínios da região da Serra da Estrela. Para tal, apresentaram-se anteriormente as características básicas e diferenciadoras entre os distintos modelos apresentados.

Contexto do Setor Alimentar

3.1. Enquadramento

Este capítulo tem por objetivo analisar o setor alimentar em Portugal, em geral, e o setor dos laticínios, em particular. Assim, com vista a evidenciar as suas características básicas e a evolução dos mesmos nos últimos anos, tomaram-se por referência as estatísticas publicadas pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística (INE). Segundo o BdP (2011: 9):

“O sector das Industrias Alimentares constitui uma das vinte e quatro Divisões da Secção das Industrias Transformadoras da CAE-Rev.3, agregando as atividades de transformação dos produtos da agricultura, produção animal e pesca em produtos para consumo humano ou animal ou em produtos intermédios não diretamente consumidos e destinados a ser integrados na cadeia produtiva doutras atividades das Industrias Transformadoras”.

Ao longo dos últimos anos tem-se assistido ao desenvolvimento do setor dos laticínios em Portugal, na medida em que, sendo Portugal um país onde abundam os pastos verdejantes, foi fácil desenvolver a pastorícia e fazer desta atividade uma fonte de rendimento. Assim, aliado ao desenvolvimento da pastorícia surge a produção de leite, que desde o século XIX é um dos mais importantes meios de subsistência das populações rurais (UCP, 1999), contribuindo para o desenvolvimento de algumas regiões e consequentemente para a produção de queijo, criando-se desta forma uma rede de trabalho, que começa nos pastos e termina no consumo do queijo pelo cliente final.

Como refere a DRAEDM (2007), é necessário promover explorações multifuncionais de criação animal em pastoreio, apostando na diversificação e no valor acrescentado dos produtos, suportadas em apoios indispensáveis à compensação das desvantagens naturais das suas regiões. As novas explorações esforçam-se por construir o seu futuro na base da inovação e da modernidade, mobilizando as potencialidades que as caracterizam e diferenciam, nomeadamente: o saber-fazer de criadores e pastores; as raças locais de animais; as práticas extensivas respeitadoras do ambiente; os produtos variados e fortemente ligados à terra; a valorização comercial do leite, manteiga e queijo através da certificação da sua origem e qualidade. Para isso,

“a indústria de laticínios não pode nem deve esquecer que está inserida numa fileira complexa e que deve reforçar as suas interações a montante, com a produção e a jusante, com a distribuição e o consumidor” (UCP, 1999: 5).

Se, por um lado, os diversos agentes económicos intervenientes no setor dos laticínios lhe reconhecem interesse, também, por outro lado, os sucessivos Governos lhe prestaram atenção, através da concessão de subsídios, da imposição de legislação proteccionista ou, até mesmo, da atribuição de incentivos financeiros. Como refere a UCP (1999: 1):

“A Política Agrícola Comum, o desenvolvimento da Grande Distribuição e as alterações da Estrutura do Consumo são alguns factores que provocaram mais significativas modificações nas empresas do sector”.

De facto, ao longo dos tempos foram ocorrendo alterações profundas nas estruturas de produção de leite e de queijo em Portugal, com consequências diretas nas explorações de leite, ao nível da higienização e tamanho das explorações agrícolas, e nas empresas transformadoras, em termos do alargamento das instalações, da inovação dos equipamentos de produção e dos processos de higienização. A própria União Europeia, visando reforçar a proteção da saúde humana e consequentemente o grau de confiança dos consumidores, adoptou uma directiva horizontal, a Directiva 93/43/CEE, do Conselho, de 14 de julho (CE, 1993), relativa à higiene dos géneros alimentícios, a qual veio a ser revogada pelo Regulamento (CE) nº 853/2004 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de abril (CE, 2004).

A nível interno, o Decreto-Lei nº 67/98, de 18 de março (MADRP, 1998), e o Decreto-Lei nº 113/2006, de 12 de junho (MADRP, 2006), transpuseram para a ordem jurídica portuguesa a referida legislação comunitária, estabelecendo as regras gerais de higiene a que devem estar sujeitos os géneros alimentícios em todas as fases, em concreto: preparação; transformação; fabrico; embalagem; distribuição; e colocação à venda ou à disposição do consumidor; bem como os procedimentos de verificação das mesmas. Neste contexto, é elaborado o Código de Boas Práticas de Higiene para a Indústria de Leite e Produtos Láteos, tendo como objetivo minimizar a probabilidade de ocorrência de riscos associados à transformação de leite e produtos láteos (ANIL, 2002).

Por conseguinte, procede-se de seguida à contextualização do setor alimentar, pois é nele que se integram as empresas de laticínios dos casos de estudo da parte empírica do presente Projeto Aplicado. Assim, no ponto 3.2 caracteriza-se de forma genérica o referido setor, em termos do seu

peso e composição por dimensão das suas empresas, bem como a produção por tipo de leite e a produção por tipo de queijo, tendo por base os efetivos leiteiros bovinos, ovinos e caprinos no período 2005-2011. Adicionalmente, procede-se à análise económica (ponto 3.3) e à análise financeira do setor alimentar (ponto 3.4). Para finalizar este capítulo, expõem-se algumas considerações finais (ponto 3.5).

3.2. Caracterização do Setor

As empresas alvo de análise nesta investigação inserem-se no setor das indústrias alimentares, nomeadamente na CAE 105 – Indústria de laticínios. Assim sendo, torna-se relevante efetuar a caracterização do setor das indústrias alimentares, em geral, e do setor dos laticínios, em particular. Segundo dados do Banco de Portugal, o peso do setor nas indústrias transformadoras e nas sociedades não financeiras (SNF) nos anos de 2000 e 2009 (último ano com dados disponíveis) consta do Quadro 19.

Quadro 19. Peso do Setor Alimentar, 2000 e 2009

		Peso nas Indústrias Transformadoras	Peso nas Sociedades não Financeiras
2000	Nº Empresas	13,0%	1,8%
	Volume negócios	13,2%	3,4%
	Nº Pessoas ao serviço	10,0%	3,4%
2009	Nº Empresas	13,5%	1,5%
	Volume negócios	16,2%	3,4%
	Nº Pessoas ao serviço	12,9%	3,0%

Fonte: Adaptado de BdP (2011).

Ao analisar o Quadro 19 verifica-se que o peso nas indústrias transformadoras aumentou de 2000 para 2009 enquanto o peso nas SNF registou o oposto. Em 2000, as indústrias alimentares representaram 13% do peso em número de empresas e do volume de negócios e 10% do número de pessoas ao serviço das indústrias transformadoras. Em 2009, as indústrias alimentares agregaram perto de 5,6 mil empresas, representativas de 16,2% do volume de negócios, 12,9% do número de pessoas ao serviço e 13,5% no número de empresas das indústrias transformadoras (BdP, 2011).

No total das SNF, o setor das indústrias alimentares representava em 2009, cerca de 1,5% do número de empresas (menos 0,3% do que em 2000), 3,4% do volume de negócios (exatamente o

mesmo que em 2000) e 3% do número de pessoas ao serviço (menos 0,3% do que em 2000) (BdP, 2011).

Considerando o tecido empresarial português e dissociando as indústrias alimentares em função da dimensão das empresas verifica-se a relevância das Pequenas e Médias Empresas (PME) no setor, ou seja, as PME constituem 32,2% das empresas, 55,3% do volume de negócios do setor e empregam 65,7% das pessoas. Enquanto nas SNF representa 12,5%, 43,1% e 46% respetivamente, conforme se pode constatar no Quadro 20.

Quadro 20. Composição do Setor Alimentar por Dimensão das Empresas, 2009

		Sociedades não Financeiras	Indústrias Alimentares
Empresas	Microempresas	87,2%	67,0%
	PME	12,5%	32,2%
	Grandes empresas	0,3%	0,7%
Volume de negócios	Microempresas	15,7%	5,9%
	PME	43,1%	55,3%
	Grandes empresas	41,2%	38,8%
Pessoas ao serviço	Microempresas	25,5%	15,2%
	PME	46,0%	65,7%
	Grandes empresas	28,4%	19,1%

Fonte: Adaptado de BdP (2011).

De acordo com o Banco de Portugal, verifica-se que:

“nas microempresas dominava a CAE 107 – Fabricação de produtos de padaria e outros produtos à base de farinha, que era responsável por 43% do volume de negócios. Nas PME, apesar de existir uma grande homogeneidade entre as várias atividades relativamente a este indicador, destacavam-se, ainda assim, as CAE101 – Abate de Animais, preparação e conservação de carne e de produtos à base de carne (21%), CAE 109 – Fabricação de alimentos para animais (17%) e CAE 107 – Fabricação de produtos de padaria e outros produtos à base de farinha (16%). Nas grandes empresas, três atividades agregavam, em conjunto, 65% do total do volume de negócios da classe: CAE 105 – Industria de Laticínios (24%), CAE 108 – Fabricação de outros produtos alimentares (22%) e CAE 101 – Abate de animais, preparação e conservação de carne e de produtos à base de carne (19%)” (BdP, 2011: 10-11) .

Em termos de localização geográfica, por grupos da CAE, verifica-se que a CAE 105 – Indústria de Laticínios concentra 10,7% do número de empresas no distrito de Lisboa, 10% em Évora e 9,7% no distrito da Guarda. Quanto ao volume de negócios é o distrito de Porto que constitui a maior fatia com 45,3%, seguido de Ponta Delgada com 14,1% e Castelo Branco com 11,9%. Na variável pessoas ao serviço é o distrito do Porto que aparece melhor cotado, seguido do distrito de Ponta Delgada e Lisboa com 27,8%, 15,9% e 13,8%, respetivamente (BdP, 2011).

Por conseguinte, Portugal é um país de clima temperado, com uma diversidade geográfica propícia ao desenvolvimento de pastagens e consequentemente ao desenvolvimento da agricultura. Desta forma, o setor dos laticínios a nível nacional conta já com várias décadas de atividade, sendo um setor de extrema importância para as populações rurais, que vêm nesta atividade o seu principal meio de subsistência. Nesta perspetiva, a ANIL (2002) refere que este é um:

“Sector chave da economia portuguesa, não só pela importância em termos de produção industrial, mas também pelo que representa para um elevado número de produtores que dele dependem diretamente”.

Em Portugal a produção de leite de vaca desenvolve-se a partir de 1975 com a criação de cooperativas que tinham por objetivo adquirir e pagar o leite ao produtor (UCP, 1999). Desta forma, o preço do leite subiu e os produtores encontraram um meio de escoar a produção, contudo é na década de 90 que este setor conhece o seu verdadeiro auge, pois ligado ao movimento cooperativo, então desenvolvido, fatores como a adesão à CEE, a Política Agrícola Comum (PAC), o sistema de quotas leiteiras e o sistema de pagamento do leite à produção, contribuíram para que a produção leiteira se transformasse num património de grande relevância na economia agrícola nacional (UCP, 1999). Ao nível do leite de ovelha, o seu desenvolvimento não foi tão expressivo, uma vez que a sua expressão é essencialmente de cariz regional.

No estudo feito ao setor dos laticínios, a ANIL refere que a evolução da produção de leite em Portugal pode ser retratada por alguns factos, que espelham bem as transformações ocorridas no setor na década de 90 (UCP, 1999), ou seja, o número de vacas leiteiras diminuiu 11,2% entre 1992 e 1996, a produtividade média por vaca cresceu 31% no mesmo período e o número de produtores diminuiu quase 50%, enquanto a produção nacional cresceu mais de 20%, no mesmo período. Contudo, recentemente, esta tendência de crescimento é invertida, como se pode observar no Quadro 21.

Quadro 21. Produção por Tipo de Leite Anual, 2005-2011

Período de Referência	Tipo de Leite	Produção por Tipo de Leite Anual (L milhares)
2005	Total de Leite	2.128.412
	Leite de Vaca	1.999.234
	Leite de Ovelha	100.091
	Leite de Cabra	29.087
2006	Total de Leite	2.048.724
	Leite de Vaca	1.924.111
	Leite de Ovelha	96.154
	Leite de Cabra	28.459
2007	Total de Leite	2.028.789
	Leite de Vaca	1.909.440
	Leite de Ovelha	92.320
	Leite de Cabra	27.029
2008	Total de Leite	2.076.769
	Leite de Vaca	1.960.899
	Leite de Ovelha	88.514
	Leite de Cabra	27.356
2009	Total de Leite	2.047.593
	Leite de Vaca	1.938.641
	Leite de Ovelha	82.075
	Leite de Cabra	26.877
2010	Total de Leite	1.966.356
	Leite de Vaca	1.860.574
	Leite de Ovelha	78.068
	Leite de Cabra	27.714
2011	Total de Leite	1.964.943
	Leite de Vaca	1.860.831
	Leite de Ovelha	74.267
	Leite de Cabra	29.845

Fonte: Adaptado de INE (2013a).

Pela leitura do quadro anterior, verifica-se que a produção de leite em cada um dos anos analisados tem vindo a diminuir, com exceção do ano de 2008 que apresentou um crescimento relativamente ao ano anterior na ordem dos 2,4%. Tomando como referência os dois últimos anos, verifica-se que em 2010 a produção de leite de vaca representava 94,6% do setor, a produção de leite de ovelha representava 4,0% e a produção do leite de cabra representava 1,4% da produção e no ano de 2011 constata-se que a produção de leite de vaca aumentou ligeiramente (94,7%), a produção de leite de ovelha diminuiu para 3,8%, menos 2% do que no ano anterior, e a produção do leite de cabra, que apesar de ter aumentado, apenas representava 1,5% da produção do setor leiteiro em Portugal.

Perante estes dados, o setor dos laticínios (leite de ovelha) enfrenta atualmente um problema que, a manter-se, se traduzirá num grave problema futuro, isto é, a principal matéria-prima (leite cru) para a produção deste setor de atividade começa a escassear, acompanhando o mesmo desenvolvimento que se verificou a nível europeu. Segundo dados do INE (2009), esta quebra de produção a nível europeu, com a consequente falta de abastecimento no setor transformador, teve por base vários fatores, de entre os quais se destacam: o aumento dos preços dos cereais; que aumentaram os custos da alimentação animal; a diminuição e o desligamento das ajudas à produção por parte dos Governos; e a transferência dos produtores de leite para os biocombustíveis.

Apesar da diminuição da produção de leite de vaca, esta continua a ter uma forte expressividade no setor, sendo a sua produção canalizada para a indústria de laticínios, que por sua vez a transforma em leite de consumo, queijos e seus derivados (natas, manteiga, iogurtes, entre outros produtos) enquanto a produção de leite de ovelha é menor e a produção de leite de cabra quase diminuta, como se pode constatar pela leitura do Quadro 21. De igual modo, a produção de queijo de vaca ocupa um lugar de maior destaque quando comparado com a produção de queijo quer de ovelha, cabra ou mistura, como se pode verificar no Quadro 22.

Pela leitura do Quadro 22 a produção total de queijo apresenta oscilações ao longo do período 2005-2011. Contudo, neste período, o queijo de vaca apresenta aumentos de produção em 2007, 2010 e 2011 e nos restantes anos tem vindo sempre a diminuir. No caso do queijo de ovelha verifica-se uma diminuição na produção ao longo de todo o período em análise enquanto que o queijo de cabra se apresenta constante e o de mistura se apresenta em crescimento, sendo estes valores apenas contrariados no ano de 2011, em que se verifica um ligeiro aumento de produção nos queijos de cabra e de mistura.

Em suma, no ano de 2011, o queijo de vaca representava 75% da produção de queijo nacional, enquanto o queijo de ovelha representava 16%, o de cabra 2% e o de mistura 7%. Dois anos antes, em 2009, o queijo de vaca tinha representado 73% da produção total, contra 19% do queijo de ovelha, 2% do queijo de cabra e 7% do queijo de mistura, podendo concluir-se que os hábitos de consumo se estão a alterar.

Quadro 22. Produção por Tipo de Queijo Anual, 2005-2011

Período de Referência	Tipo de Queijo	Produção por Tipo de Queijo Anual (Toneladas)
2005	Total de Queijo	79.549
	Queijo de Vaca	56.626
	Queijo de Ovelha	16.592
	Queijo de Cabra	1.753
	Queijo de Mistura	4.578
2006	Total de Queijo	77.767
	Queijo de Vaca	55.430
	Queijo de Ovelha	16.026
	Queijo de Cabra	1.716
	Queijo de Mistura	4.595
2007	Total de Queijo	79.517
	Queijo de Vaca	58.432
	Queijo de Ovelha	15.387
	Queijo de Cabra	1.628
	Queijo de Mistura	4.070
2008	Total de Queijo	77.051
	Queijo de Vaca	55.709
	Queijo de Ovelha	14.752
	Queijo de Cabra	1.650
	Queijo de Mistura	4.950
2009	Total de Queijo	73.696
	Queijo de Vaca	53.694
	Queijo de Ovelha	13.679
	Queijo de Cabra	1.619
	Queijo de Mistura	4.704
2010	Total de Queijo	76.458
	Queijo de Vaca	56.755
	Queijo de Ovelha	13.011
	Queijo de Cabra	1.670
	Queijo de Mistura	5.022
2011	Total de Queijo	78.778
	Queijo de Vaca	58.926
	Queijo de Ovelha	12.378
	Queijo de Cabra	1.798
	Queijo de Mistura	5.676

Fonte: Adaptado de INE (2013b).

Importa salientar que, a produção de queijo de ovelha se centra na região da Serra da Estrela, dando origem à denominação de origem «queijo Serra da Estrela». Este queijo, de pasta semi-mole, amanteigada, de cor branca ou ligeiramente amarelada, com poucos ou nenhuns olhos, é um queijo curado, com forma de cilindro baixo, regular, com abaulamento lateral e um pouco na face superior, sem que os bordos estejam bem definidos (ANCOSE, 2009). Assim sendo, é relevante analisar a localização dos efetivos, constatando-se que se encontram-se dispersos um pouco por todo o país, diferenciando a zona de implantação conforme se trate de leite de vaca, de ovelha ou de cabra. No caso dos efetivos bovinos, a sua concentração verifica-se predominantemente no Alentejo e nos Açores. Os efetivos ovinos (em maior quantidade) e caprinos, concentram-se predominantemente no Centro e Alentejo, conforme se pode verificar no Quadro 23, para o período 2005-2011.

Quadro 23. Efetivos Bovinos, Ovinos e Caprinos por NUT⁵ II, 2005-2011

Regiões	2005			2006			2007			2008			2009			2010			2011		
	EB	EO	EC	EB	EO	EC	EB	EO	EC	EB	EO	EC	EB	EO	EC	EB	EO	EC	EB	EO	EC
Norte	341	460	136	330	461	129	333	448	124	331	427	121	323	407	116	333	401	108	329	369	106
Centro	165	614	150	154	597	147	154	566	135	156	539	135	155	512	132	161	496	125	158	472	119
Lisboa e Vale Tejo	148	237	53	147	220	54	151	205	50	149	198	52	142	178	50	166	165	51	163	153	52
Alentejo	579	1521	101	564	1492	102	591	1424	101	594	1339	99	559	1217	101	565	1113	105	591	1123	108
Algarve	9	60	19	9	59	19	9	51	17	9	48	15	8	45	16	9	42	15	9	44	14
Açores	247	4	9	243	3	10	249	3	7	251	3	7	254	4	7	264	4	8	265	4	8
Madeira	5	7	7	5	7	7	5	6	5	6	4	4	6	4	4	5	4	7	5	4	6

Legenda: EB – Efetivo Bovino; EO – Efetivo Ovino; EC – Efetivo Caprino (unidade: 1000 cabeças).

Fonte: Adaptado de INE (2013c).

Contudo, o quadro anterior permite também verificar que os efetivos bovinos e ovinos têm diminuído ligeiramente de ano para ano, facto que se deve à reestruturação destas atividades, pois verifica-se um aumento da dimensão das explorações, em resultado de uma significativa redução do número de produtores de menor dimensão (MADRP, 2007). Como consequência direta da diminuição do efetivo animal e da diminuição da produção de leite, torna-se pertinente analisar o comportamento do preço de queijo de vaca e do queijo de ovelha. Assim, o Quadro 24 apresenta o preço do queijo bola/barra no período de 2005-2011.

⁵ Nomenclatura de Unidade Territorial.

Quadro 24. Preço do Queijo Bola/Barra, 2005-2011

Meses	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Janeiro	5,94	5,78	5,81	6,71	6,55	6,28	6,33
Fevereiro	5,92	5,86	5,82	6,58	6,47	6,40	6,33
Março	5,84	5,81	5,85	6,81	6,46	6,34	6,33
Abril	5,87	5,87	5,82	6,78	6,40	6,25	6,44
Maio	5,91	5,84	5,82	6,70	6,45	6,19	6,39
Junho	5,88	5,89	5,76	6,74	6,36	6,21	6,41
Julho	5,89	5,88	5,77	6,72	6,26	6,24	6,44
Agosto	5,90	5,87	5,76	6,73	6,35	6,23	6,37
Setembro	5,89	5,86	6,15	6,66	6,28	6,22	6,36
Outubro	5,91	5,80	6,41	6,70	6,28	6,32	6,36
Novembro	5,94	5,80	6,66	6,60	6,24	6,34	6,41
Dezembro	5,93	5,81	6,70	6,55	6,37	6,36	6,37

Fonte: Adaptado de SIMA (2012a).

Genericamente, o preço do queijo bola/barra não é estável nos anos em análise (2005-2011) e verifica-se que o preço oscila em sentido ascendente, sendo o seu crescimento na ordem dos 7%. Por sua vez, o preço do queijo de ovelha apresenta valores mais elevados, tal como se apresenta no Quadro 25. Mas, o queijo de ovelha apresenta menores variações de preço em cada ano e apresenta uma variação ascendente no período 2005-2011 na ordem dos 12,5%. Contudo, quando comparado com o preço do queijo bola/barra, verifica-se que é mais elevado, em termo médios, em 40%. Assim sendo, o preço do queijo de ovelha permite avaliar o poder explicativo da gestão do valor e, especialmente, na informação relacionada com a demonstração de resultados e a importância na tomada de decisões pelos utilizadores da informação financeira.

Quadro 25. Preço do Queijo de Ovelha, 2005-2011

Meses	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Janeiro	8,00	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	9,00
Fevereiro	8,00	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	8,80
Março	8,00	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	8,80
Abril	8,00	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	8,80
Maio	8,00	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	8,60
Junho	8,00	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	8,60
Julho	8,00	8,30	8,50	8,70	9,00	9,50	8,60
Agosto	8,00	8,30	8,50	8,70	9,00	9,50	8,60
Setembro	8,00	8,50	8,50	8,70	9,00	9,00	8,60
Outubro	8,00	8,50	8,50	8,70	9,00	9,00	9,00
Novembro	8,30	8,50	8,50	8,70	9,50	9,00	9,00
Dezembro	8,30	8,50	8,50	9,00	9,50	9,00	9,00

Fonte: Elaboração própria.

Após se ter analisado o comportamento da produção de leite e de queijo a nível nacional no período de 2005-2011, torna-se pertinente analisar a entrada e saída de queijo no país. Os dados constantes do Quadro 26 representam as entradas e saídas (em euros e em Kg) de queijo e requeijão, pois sendo o requeijão um subproduto da produção de queijo, não será de estranhar a sua análise conjunta.

Quadro 26. Comércio Internacional de Queijo e Requeijão, 2005-2011

Período de Referência	Entrada EUR	Entrada KG	Saída EUR	Saída KG
2005	100.742.476	34.167.416	12.614.314	3.273.505
2006	112.716.578	35.159.410	18.368.918	4.870.249
2007	131.054.687	38.740.135	21.661.621	5.571.743
2008	148.574.134	40.195.164	24.127.477	5.771.853
2009	142.425.633	43.268.132	23.168.672	5.860.991
2010	146.336.874	41.275.546	28.419.924	7.554.059
2011(*)	142.846.618	38.344.200	34.486.272	9.027.899

Fonte: Adaptado de SIMA (2012b).

(*) Dados de 2011 relativos a janeiro a novembro.

Em função dos dados disponíveis, verifica-se que Portugal importou mais do que o valor que exportou, pelo que a produção nacional, no período 2005-2011, foi deficitária para a procura deste tipo de bens, contudo no ano de 2011 as importações decresceram na ordem dos 7% (valores em Kg) relativamente ao ano de 2010, sendo este decréscimo provocado pela crise económica que Portugal atravessa. Paralelamente às importações verifica-se que as exportações tiveram um comportamento sempre no sentido crescente, sendo o ano de 2011 aquele em que as exportações tiveram um peso maior, ou seja, representam 19,5% (valores em Kg) da saída de queijo e requeijão relativamente ao ano de 2010.

Não obstante, na medida em que os valores das importações são sempre superiores às exportações, importa contribuir para alavancar o desenvolvimento económico local, devendo para tal as empresas de laticínios incorrer em iniciativas que aumentem a produtividade e a competitividade das regiões, de entre as quais se destacam: a difusão de inovações; a qualificação da mão-de-obra; a melhoria das infraestruturas; o acesso à informação sobre o mercado, produtos e tecnologias disponíveis; as redes de comercialização organizadas; a ampliação dos mercados; o oferecimento de serviços pós-venda; o fortalecimento das redes de atores locais públicos e privados e o estímulo ao empreendedorismo local (Albuquerque, 2001).

No entanto, a coesão da organização do território e a compatibilização de diferentes interesses produtivos só poderá ser conseguida com políticas conjuntas de incentivos territoriais e setoriais.

Se, por um lado, as novas oportunidades e funcionalidades do espaço rural, devem permitir, e ser compatíveis, com os usos tradicionais do território, sob pena de existir uma desorganização territorial que inevitavelmente conduzirá à perda de vitalidade, viabilidade social e riqueza dos territórios rurais (Castro e Castro, 2003). Por outro lado, a internacionalização da economia obriga as empresas do setor dos laticínios a ser, não apenas muito seletivas em relação aos seus públicos-alvo, como também fortemente estudiosas do contexto em que tendencialmente se moverão, pois a participação no comércio internacional terá que ser feita, em qualquer circunstância, contra tudo e contra todos (FEP, 2007). Neste sentido, é elaborado no ponto seguinte uma análise económica do setor alimentar.

3.3. Análise Económica do Setor

A análise económica do setor dos laticínios (capítulo 4) não deve ser desagregada da análise económica do setor das indústrias alimentares, mas sim analisada em conjunto e de preferência dentro do mesmo contexto da economia portuguesa. Assim sendo, aborda-se de forma sucinta a análise económica das indústrias alimentares, analisando o volume de negócios, tendo em conta a dimensão das empresas e o seu setor de atividade económica, bem como o EBITDA e a rentabilidade dos capitais próprios. Em primeiro lugar, observe-se a evolução do Produto Interno Bruto - PIB (preços mercado/preços correntes) e o Rendimento Nacional Bruto - RNB, que se apresentam no Quadro 27.

Quadro 27. Evolução do PIB e do RNB, 2005-2011

10 ⁶ EUR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB (preços mercado/preços correntes)	154.268,7	160.855,4	169.319,2	171.983,1	168.503,6	172.669,6	171.015,9
Rendimentos primários recebidos resto mundo	9.478,4	12.730,3	14.444,3	14.458,5	10.541,1	14.444,1	12.623,2
Rendimentos primários pagos resto mundo	11.766,6	17.586,5	19.818,1	20.605,9	17.405,5	20.066,4	18.737,7
RNB	151.980,5	155.999,2	163.945,4	165.835,7	161.639,2	167.047,3	164.901,4

Fonte: Adaptado de INE (2011).

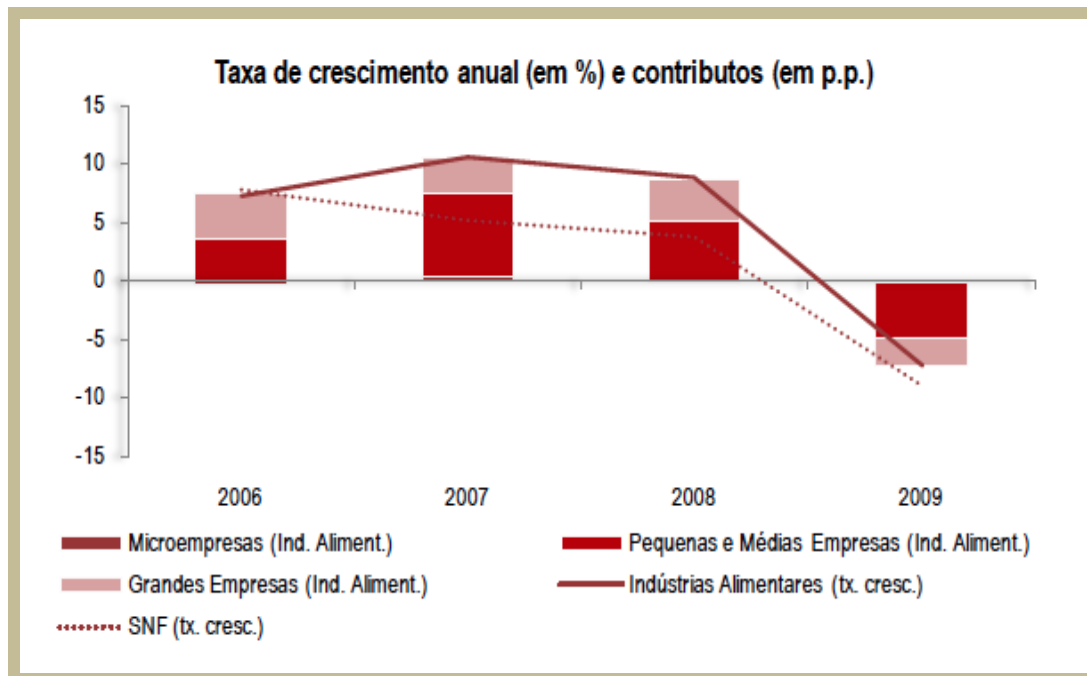
Em termos de valor verifica-se uma evolução crescente nos anos de 2005 a 2008 e um decréscimo em 2009, seguido de uma recuperação em 2010 e novamente um decréscimo em 2011. Estes dados do INE, vão de encontro ao descrito pelo Banco de Portugal para o mesmo período, em concreto:

“o ano de 2009 foi caracterizado por uma retração do PIB português (2,5%), depois de vários anos de crescimento reduzido da atividade económica (em 2008 a taxa de variação homóloga do PIB foi nula, em 2007 de 2,4% e em 2006 de 1,4%). O PIB cresceu em 2010 (1.3%), mas em desaceleração ao longo do ano” (BdP, 2011: 17).

Também se verifica que os rendimentos recebidos e pagos ao resto do mundo, bem como o rendimento nacional bruto de Portugal apresenta a mesma variação ocorrida com o PIB. De igual modo, o Índice de Preços na Produção Industrial desacelerou, registando uma taxa de variação homóloga de 3,5% em março, contra 4,2% no mês anterior e a variação mensal situou-se em 0,2%. O índice da seção das Indústrias Transformadoras apresentou uma variação homóloga de 2,0%, relativamente aos 2,8% no mês anterior, enquanto a variação mensal foi de 0,3% (INE, 2013d).

O volume de negócios das indústrias alimentares apresentou um crescimento acentuado no período 2006-2008, tendo contraído 7% em 2009, contudo, salienta-se o facto de o sector ter apresentado, no período referido taxas de crescimento invariavelmente superiores às do conjunto das SNF em Portugal (BdP, 2011), como se pode verificar no Gráfico 1.

Gráfico 1. Volume de Negócios das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 17).

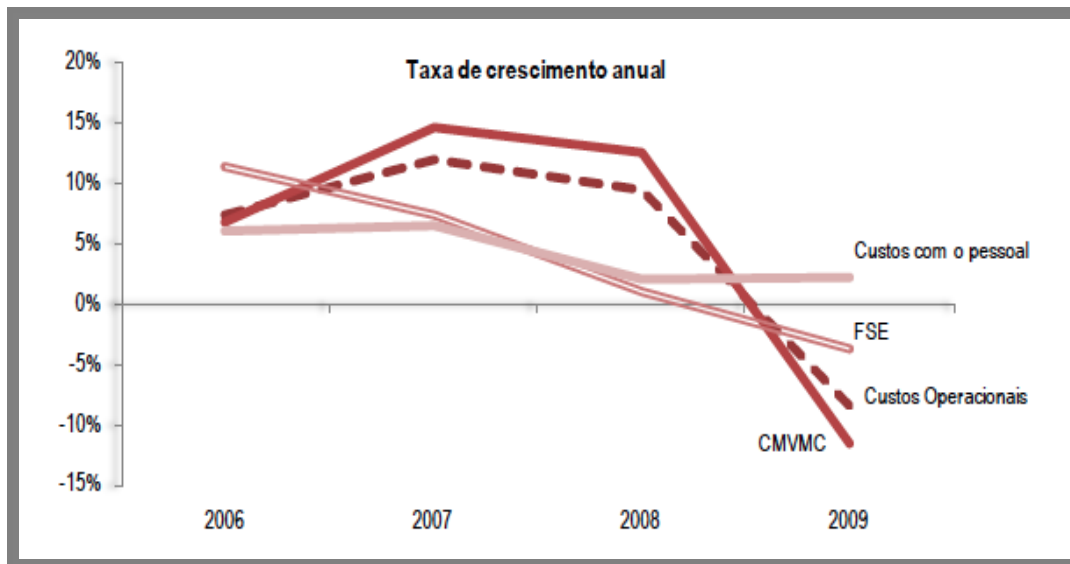
Por sua vez, o volume de negócios das indústrias alimentares em 2009, tendo em conta a dimensão das empresas, foi em média mais acentuada nas PME e nas grandes empresas, apresentando 8% e

6%, respectivamente, do que nas microempresas com apenas 2%. No entanto, e atendendo ao peso destas empresas no setor, que representam 94% em termos do volume de negócios, as empresas de maior dimensão, PME e grandes empresas, determinam o resultado do setor das indústrias alimentares (BdP, 2011).

Tendo em conta o setor de atividade económica, verifica-se que a evolução do volume de negócios foi negativa em todas as atividades que integram as indústrias alimentares, com exceção da CAE 108 – Indústria de outros produtos alimentares e da CAE 103 – Preparação e conservação de frutos e produtos hortícolas. Os maiores contributos para a queda do volume de negócios das indústrias alimentares resultaram das CAE 109 – Fabricação de alimentos para animais e CAE 104 – Produção de óleos e gorduras animais e vegetais (BdP, 2011).

Quanto aos custos operacionais das indústrias alimentares verificou-se no período de 2006-2008 a mesma tendência do volume de negócios, ou seja, com consecutivos crescimentos, face ao decréscimo significativo em 2009, com uma variabilidade negativa da taxa de variação anual em 8%, acompanhando a queda de 9% registada pelo conjunto da SNF em Portugal (BdP, 2011).

Gráfico 2. Custos Operacionais das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 20).

O decréscimo verificado em 2009, ao nível dos custos operacionais nas indústrias alimentares foi sentido praticamente em todas as suas componentes, embora com intensidades diferentes. Assim, o Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas (CMVMC) e os Fornecimentos e Serviços Externos (FSE) tiveram descidas significativas, na ordem dos 12% e 4%, respetivamente,

e os Custos com Pessoal (Cc/P) cresceram de forma marginal, mantendo variações moderadas em todo o período analisado.

Nas indústrias alimentares, o CMVMC tinha maior relevância, com cerca de 17 pontos percentuais positivos, sendo compensada pelo menor peso das restantes rubricas, destacando-se os FSE, que se apresentam com 11 pontos percentuais negativos e os Cc/P, com uma margem negativa de 4%. Desta forma, não é de estranhar que mais de 90% da queda dos custos operacionais das indústrias alimentares se tenha devido à evolução ocorrida no CMVMC (BdP, 2011). Ainda em termos da estrutura de custos e dentro do próprio setor das indústrias alimentares, se verificaram algumas diferenças em função da dimensão das empresas, isto é, nas microempresas os Cc/P representavam cerca de 22% dos respetivos custos operacionais, nas PME e nas grandes empresas esta parcela era de 13% e 9%, respetivamente, enquanto o CMVMC das microempresas foi responsável por apenas 54% do total dos custos operacionais. Nas restantes classes de dimensão esta componente representava perto de 70%.

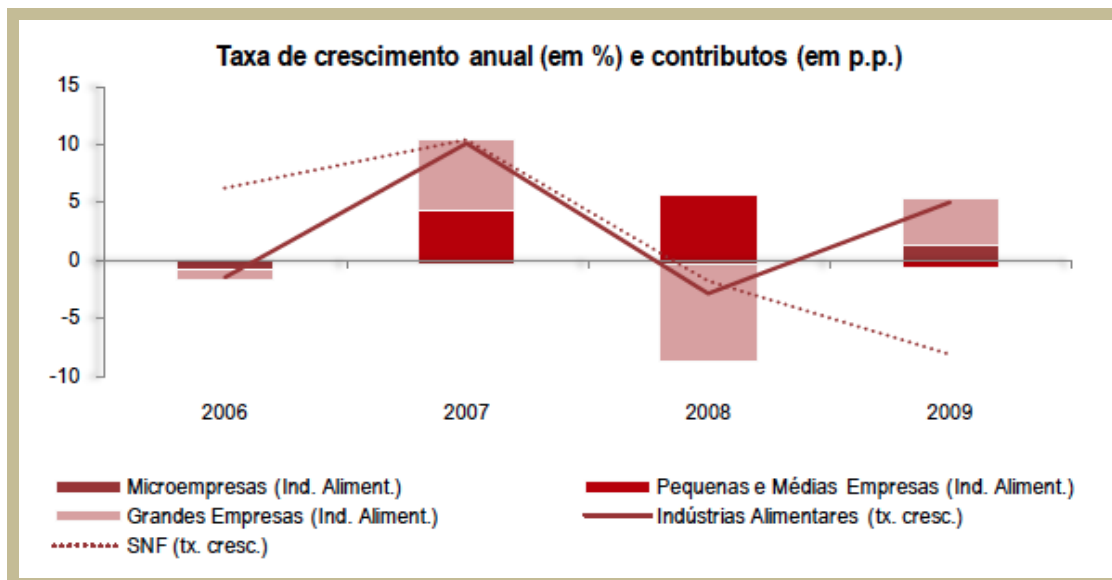
Analisando os custos operacionais por setor de atividade económica, verifica-se que a estrutura apresentada pelas microempresas refletia, sobretudo, a situação da CAE 107 – Fabricação de produtos de padaria e outros produtos à base de farinha, onde o CMVMC representava apenas 44% dos respetivos custos operacionais, enquanto os Cc/P representavam 29%. Nas CAE 109 – Fabricação de alimentos para animais e CAE 104 – Produção de óleos e gorduras animais e vegetais, verificava-se o oposto, com o CMVMC a justificar mais de 80% dos respetivos custos operacionais, enquanto os Cc/P se ficavam pelos 5% (BdP, 2011).

A taxa de crescimento do EBITDA das indústrias alimentares apresentou algumas oscilações, tendo alternado entre valores positivos e negativos ao longo do período 2006-2009, como se pode constatar pelo Gráfico 3. Assim sendo, tendo em conta as classes de dimensão das empresas, verifica-se que em 2009 apenas as PME contribuíram negativamente para o crescimento do setor, enquanto as grandes empresas contribuíram positivamente, onde o EBITDA aumentou 9%, contribuindo desta forma com cerca de 4% para o resultado final das indústrias alimentares.

Desta forma, a CAE 107 – Fabricação de produtos de padaria e outros produtos à base de farinha e a CAE 101 – Abate de animais, preparação e conservação de carne e produtos à base de carne, ajudaram de forma muito significativa o crescimento do EBITDA no ano de 2009. De forma negativa, destaca-se a CAE 105 – Indústria de laticínios. Apesar dos contributos negativos e positivos das CAE, o EBITDA apresenta-se em recuperação motivado pela diminuição do volume

de negócios e pela diminuição da componente de custos operacionais no setor das indústrias alimentares em 2009.

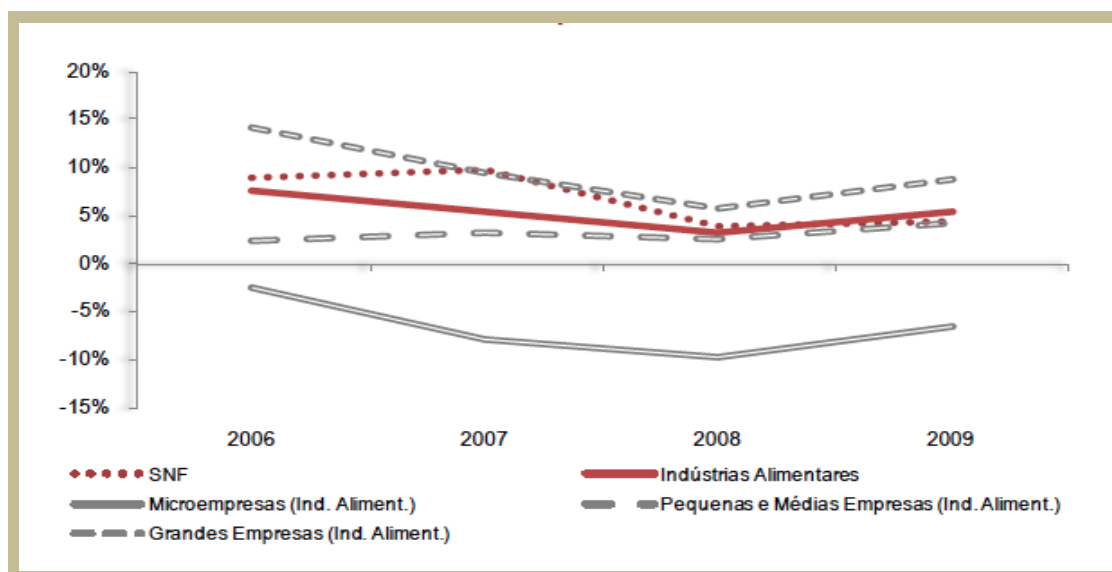
Gráfico 3. EBITDA das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 21).

A rentabilidade dos capitais próprios das indústrias alimentares tem acompanhado de perto o valor registado pelo agregado das SNF em Portugal, verificando-se no ano de 2009 um crescimento acima de 5%, relativamente ao agrado das SNF (Gráfico 4).

Gráfico 4. Rentabilidade dos Capitais Próprios das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 21).

Observando a rendibilidade dos capitais próprios, tendo em conta a dimensão das empresas, verifica-se que em termos médios, a sua rendibilidade foi sempre negativa nas microempresas, enquanto nas restantes classes foi sistematicamente positiva, sendo a rendibilidade mais elevada na classe das grandes empresas. Desta forma, salienta-se que, em 2009, todas as classes registaram um aumento na rendibilidade dos capitais próprios tendo, desta forma, contribuído positivamente para o aumento do valor médio do setor (BdP, 2011).

De um modo geral, em Portugal verificou-se no período 2005-2011 que o consumo de capital fixo foi sempre crescente e o rendimento disponível líquido também foi crescente, com exceção dos anos de 2009 e 2011, que apresentaram um decréscimo na ordem de 3,5% e 1,9%, respetivamente, o que se traduziu numa poupança líquida negativa ao longo desse período, como se pode constatar no Quadro 28.

Quadro 28. Evolução do Consumo Capital, Rendimento Disponível e Poupança, 2005-2011

10 ⁶ EUR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo capital fixo	26.259,1	27.300,0	28.350,6	29.745,6	29.795,1	30.892,0	31.586,7
Rendimento disponível líquido	126.619,7	130.271,4	137.307,5	137.890,8	133.004,7	137.488,5	134.777,5
Poupança líquida	-5.845,2	-7.478,6	-6.906,5	-11.597,9	-13.929,4	-13.718,1	-13.069,0

Fonte: Adaptado de INE (2011).

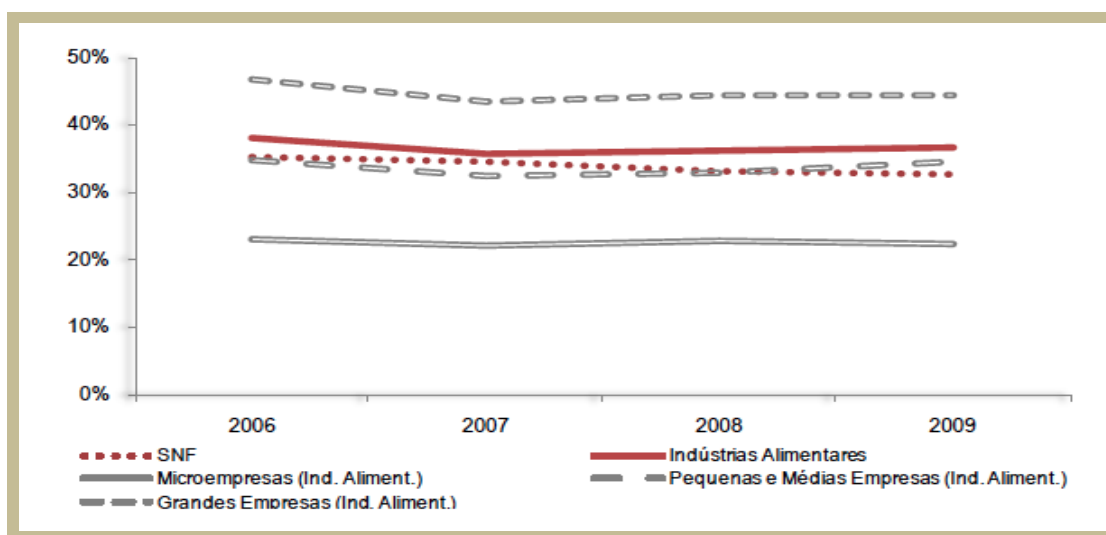
Pese embora a abordagem efetuada, é relevante especificar que o setor dos laticínios deve cumprir a trilogia das funções ambiental, económica e social. A sua função ambiental deve assentar na lógica das práticas tradicionais, embora com adaptações ao progresso tecnológico, sempre na perspetiva da modernidade e do equilíbrio das atividades com apoio da mecanização (Colaço-do-Rosário, 2004). No caso específico do «queijo Serra da Estrela», o mesmo está associado a uma forte base natural do seu processo produtivo, beneficiando de uma imagem associada à preservação do meio ambiente. Por seu lado, a função económica compreende os processos de integração agrária para a produção de leite, respetivamente, de produção, transformação e distribuição de bens e serviços lácteos. Contudo esta integração deve assentar na especialização, pois, segundo Purdy *et al.* (1997), a mesma pode afetar positivamente o desempenho financeiro das empresas. Por sua vez, a função social está relacionada com o emprego, a qualidade de vida e o bem-estar das populações.

3.4. Análise Financeira do Setor

Para além da análise económica, importa fazer neste ponto a análise financeira do setor alimentar, nomeadamente ao nível da autonomia financeira, dos custos financeiros, do prazo medio de pagamentos e do prazo medio de recebimentos.

Em termos médios, a autonomia financeira das indústrias alimentares, calculada através do rácio entre os capitais próprios e o ativo total, situou-se à volta dos 36% no período 2006-2009, cerca de 4% acima do valor obtido pelo agregado das SNF em Portugal (Gráfico 5).

Gráfico 5. Autonomia Financeira das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 23).

No setor em análise verifica-se igualmente que o grau de autonomia financeira aumenta com a classe de dimensão das empresas. De facto, em 2009 as microempresas apresentam um grau de autonomia financeira de 22%, face a 34% nas PME e 44% nas grandes empresas. O Banco de Portugal refere:

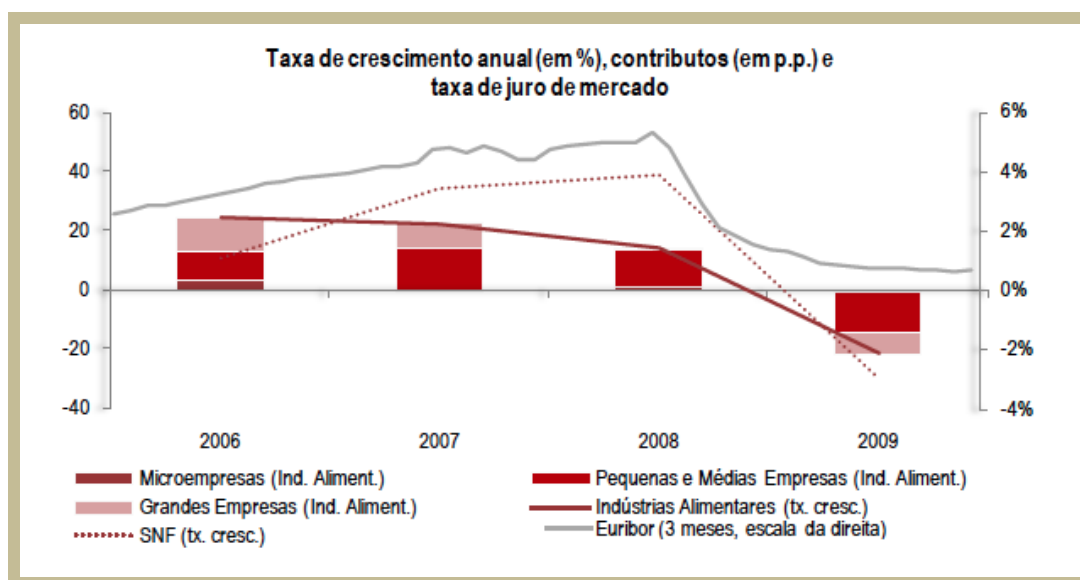
“Observando a distribuição por quartis constata-se que a maioria das empresas se encontrava abaixo do valor médio do sector. Com efeito, em 2009, metade das empresas teve rácios de autonomia financeira inferiores a 27%, o que significa que nessas empresas os capitais próprios cobriam no máximo 27% dos activos. Neste domínio merece ainda destaque o facto de um quarto das empresas do sector ter apresentado níveis de autonomia financeira inferiores a 3%, denotando que praticamente todo o activo dessas empresas era financiado por capital alheio” (BdP, 2011: 23).

Todavia, era na classe das microempresas que se encontravam as situações mais preocupantes. Em 2009, cerca de metade destas empresas registou autonomias financeiras negativas, como consequência da existência de capitais próprios negativos, muitas vezes associados à acumulação de prejuízos em anos consecutivos. Estas empresas viram-se obrigadas a recorrer ao capital alheio para se financiarem.

Analisando a autonomia financeira pela dimensão das empresas verifica-se que a dívida financeira tinha um peso semelhante nas diferentes classes. No entanto, nas PME e nas grandes empresas a parcela mais relevante da dívida financeira era constituída pelos empréstimos bancários e títulos da dívida, enquanto nas microempresas se destacavam igualmente os empréstimos de acionistas/sócios. Já no que respeita ao peso dos créditos comerciais nos passivos das empresas, este oscilava entre 17% nas microempresas e cerca de 30% nas PME e nas grandes empresas.

O Gráfico 6 relaciona os custos financeiros totais com a dimensão das empresas. No caso das indústrias alimentares, os custos financeiros aumentaram entre 2006 e 2008, mas a um ritmo decrescente, tendo registado uma queda mais ligeira, de 22%, em 2009, quando comparada com os 31% verificados no agregado das SNF. Este enfraquecimento foi especialmente verificado nas PME e nas grandes empresas, apresentando uma redução de 24% e 20% respetivamente, enquanto nas microempresas a retração dos custos se ficou pelos 13%.

Gráfico 6. Custos Financeiros das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 27).

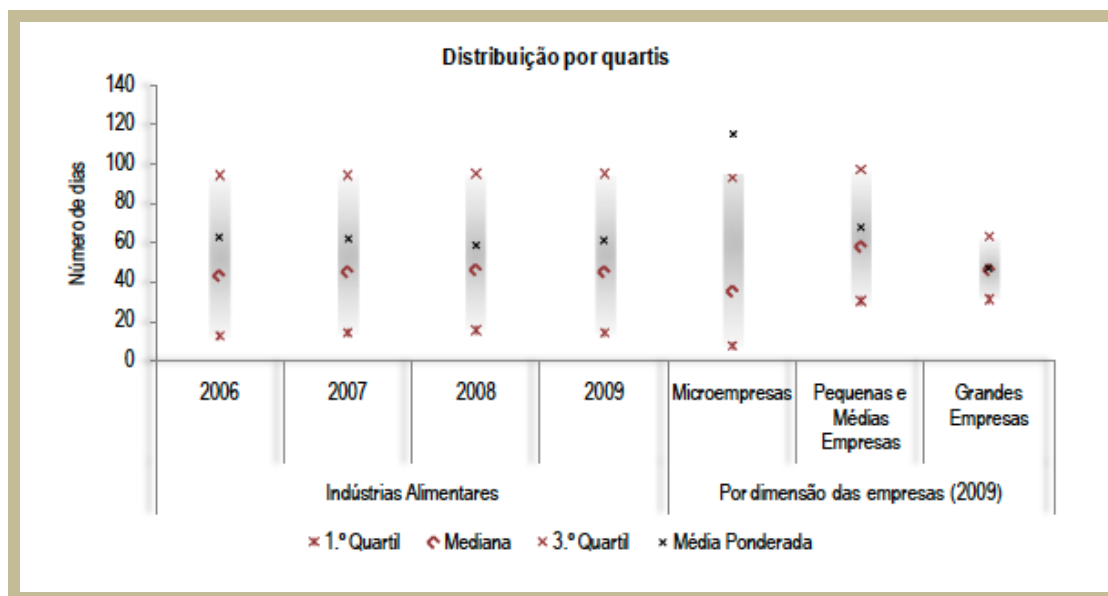
De acordo com o Banco de Portugal:

“constata-se que, em media durante o período analisado, as indústrias alimentares estiveram em melhor posição para fazer face aos seus compromissos de curto prazo do que o setor das SNF em Portugal” (BdP, 2011: 17).

Considerando o ano de 2009, a dívida financeira de curto prazo representava 69% do EBITDA nas indústrias alimentares e 140% no sector das SNF. Note-se que o valor calculado para as indústrias alimentares refletia sobretudo a posição das PME e das grandes empresas, visto que nas microempresas a situação era claramente divergente, com a dívida financeira de curto prazo a ser, mais de três vezes superior ao EBITDA gerado nesse ano.

Perante esta conjuntura, apresenta-se no Gráfico 7 o Prazo Médio de Pagamentos (PMP) das indústrias alimentares. No ano de 2009, os prazos médios de pagamento nas indústrias alimentares rondavam os 80 dias, sendo mais reduzidos do que o prazo medio de recebimentos.

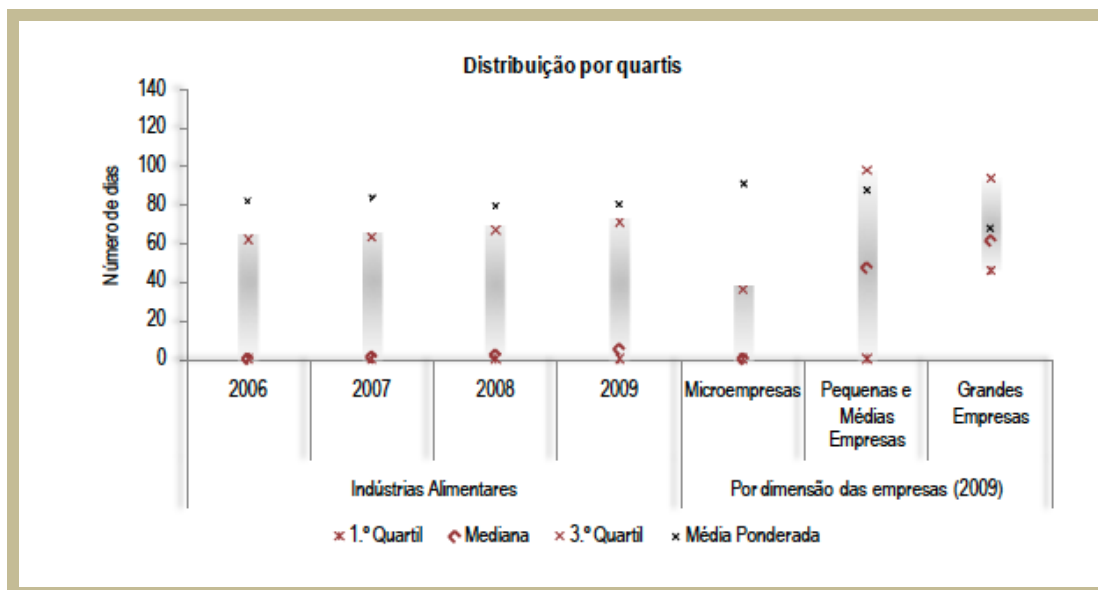
Gráfico 7. Prazo Médio de Pagamentos das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 30).

Estes resultados denunciam que o setor das indústrias alimentares não consegue financiar-se pela via dos créditos comerciais, uma vez que tem de pagar aos seus fornecedores antes de receber dos seus clientes (Gráfico 8). Em 2009, metade das empresas do setor teve Prazos Médios de Recebimentos (PMR) inferiores a 5 dias e menos de 25% das empresas do setor registou prazos acima da média.

Gráfico 8. Prazo Médio de Recebimentos das Indústrias Alimentares, 2006-2009



Fonte: BdP (2011: 30).

Face à realidade constatada nas análises anteriores importa que as empresas do sector dos laticínios reconsiderem as suas estratégias de negócios e que analisem a sua posição no mercado, podendo para o efeito aplicar a análise SWOT (*Strengths* ou forças, *Weaknesses* ou fraquezas, *Opportunities* ou oportunidades, e *Threats* ou ameaças), a qual lhes permite sistematizar todas as informações disponíveis e obter uma leitura transparente da envolvente interna e externa em que a empresa se movimenta.

Neste sentido, o Quadro 29 sistematiza a análise SWOT ao sector de laticínios em Portugal, considerando as reflexões realizadas nos pontos anteriores desta investigação. Ao nível dos pontos fracos, importa salientar que, a falta de apoio e orientação aos produtores, que se encontram desmotivados com o constante aumento do preço dos fatores de produção, em paralelo com a idade avançada de muitos deles, também sem sucessores, poderá conduzir à redução do seu número, trazendo como consequência direta o aumento dos custos de transporte da matéria-prima até às unidades fabris, uma vez que as empresas de produção de queijo passam a trabalhar com fornecedores localizados cada vez mais longe das suas sedes. De facto, tal como concluíram Ford e Shonwiler (1994), também as mudanças nos preços do leite e nas taxas de juros podem ter uma influência negativa.

Contudo, os pontos fracos são superados com a existência de pontos fortes, nomeadamente os relacionados com a modernização das instalações e dos equipamentos, através da introdução de novas tecnologias de produção, e o consequente aumento da capacidade produtiva, associada à

melhoria das condições de higienização, quer das explorações de produção de leite, quer das unidades industriais de produção de queijo. Esta higienização funciona em duas vertentes: redução do impacto negativo da atividade de produção de queijo no ambiente; e aumento do impacto positivo que a ação destas indústrias têm em termos da qualidade do produto final.

Quadro 29. Análise SWOT do Setor dos Laticínios

Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none">• Qualidade das infraestruturas (estábulo)• Qualidade dos equipamentos (salas de ordenha e refrigeração do leite)• Melhoria significativa das unidades industriais• Melhoria significativa das condições de higienização na produção de leite• Melhoria significativa das condições de higienização na produção de queijo	<ul style="list-style-type: none">• Mão-de-obra essencialmente não qualificada• Idade avançada dos produtores sem sucessores• Falta de apoio e orientação aos produtores• Substituição da raça de ovelhas tradicional por uma raça com menor qualidade• Imagem social negativa dos produtores• Forte dependência das rações
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none">• Confiança do consumidor nos produtos• Aumento nacional do consumo de queijo• Exploração do Conceito de marca• Exploração de nichos de mercado• Exploração de novos mercados• Possibilidade de aumentar a dimensão das explorações	<ul style="list-style-type: none">• Produção de leite insuficiente• Falta de objetivos estratégicos para o sector• Forte concorrência• Produtos substitutos• Dificuldades de acesso ao financiamento• Taxas de juros elevadas

Fonte: Adaptado de Beira (2008).

Os comentários anteriores são reforçados, quando, ao longo da última década, a Comissão Europeia tem vindo a repensar as políticas relacionadas com os impactos ambientais das indústrias de produção de queijo, pois apesar de a sua natureza ser muito complexa e difícil de quantificar, constata-se que a extensão potencial do problema é bem clara (Castanheira *et al.*, 2004). Neste sentido, é necessário encontrar soluções positivas e conjuntas que traduzam, por um lado, as preocupações ambientais e, por outro lado, respondam aos anseios das indústrias, para que os melhoramentos ambientais e o melhor desempenho dos produtos caminhem a par da competitividade industrial a longo prazo (CE, 2001).

Por conseguinte, numa economia industrial, o estudo do comportamento estratégico das empresas, tendo por referência a análise SWOT anteriormente comentada, bem como o estudo da estrutura dos mercados e das suas interações são objetivos a materializar. Neste sentido, facilmente se conclui que a realidade atual em Portugal, e que se avizinha continuará a ser, desenvolve-se segundo um modelo de mercado de competição perfeita. No entanto, à semelhança de Pereira *et al.* (2009), defende-se que os Governos devem criar e implementar projetos de integração entre os

agentes da cadeia de produção de leite, desde o produtor de matéria-prima (leite cru), passando pela indústria e cadeia de distribuição, até ao consumidor final, que sejam capazes de alavancar o desenvolvimento local, regional e nacional, centrado na produção de produtos láteos, em geral, e de queijo, em particular. Esta integração entre os agentes da cadeia de produção de leite pode estabelecer os padrões para a adoção da segurança alimentar e outras formas de garantia (Soderlund *et al.*, 2008).

Para tal, podem criar-se linhas de financiamento relacionadas com: a investigação e desenvolvimento de novos produtos; novos e melhorados métodos de processamento; marketing; e a consultoria na área do desenvolvimento de projetos (Pattisson e Lindgreen, 2004). Isto é particularmente importante em regiões remotas, como é o caso da região da Serra da Estrela, onde os produtores marginais tendem a diminuir, em resultado das condições adversas do setor (CE, 2000).

3.5. Considerações Finais

Em Portugal, de Norte a Sul, produzem-se diferentes tipos de queijo de elevada qualidade, que em função do leite utilizado (cabra, ovelha e/ou vaca) se traduzem em queijos com paladar, grau de gordura e consistência variável de região para região. A região Centro, em particular, devido ao seu relevo acidentado, constitui uma zona de eleição para a criação de pequenos ruminantes, os quais estão na génese das indústrias de laticínios, que para a conjuntura económica e social da região constituem uma mais-valia, mas também um problema, uma vez que, de acordo com o exposto ao longo deste capítulo, a produção de queijo de ovelha tem vindo a diminuir consideravelmente ao longo dos últimos anos, em parte devido à crise económica que Portugal atravessa, mas também em consequência da diminuição de rebanhos.

Apesar da diminuição da produção de leite e consequentemente da produção de queijo de ovelha, a indústria de laticínios, ainda é, atualmente, um importante empregador direto na região, para além dos postos de trabalho que indiretamente lhe estão associados. Neste sentido o PE (2008a: 3), refere que:

“o sector dos ovinos e caprinos na UE são constituídos por importantes empresas agrícolas tradicionais que são o sustento de milhares de produtores que fornecem produtos e subprodutos de excelente qualidade e com características particulares, o que mostra bem o seu contributo socioeconómico para as regiões rurais da UE”.

No contexto económico, o setor agroalimentar, sempre se revelou um setor de extrema importância para a economia industrial e apesar da importância que o setor dos laticínios representa a nível nacional, é referido no diagnóstico setorial elaborado para leite e laticínios (MADRP, 2007: 6) que:

“Relativamente à dispersão territorial da produção leiteira, importa salientar a importância do subsector dos pequenos ruminantes, especialmente nas regiões desfavorecidas, onde muitas das explorações se encontram associadas à produção de queijos com denominação de origem protegida (DOP). O leite de ovelha e cabra representa uma parte diminuta do total da produção de leite nacional, não chegando a atingir os 7% após correção destes leites com o seu teor médio de gordura. Nestes dois produtos é de destacar a estabilização da produção a partir do ano 2001, o que representa um decréscimo de 2,5% e 30% respetivamente, face aos quantitativos médios registados no final da década de 90.”

A importância deste setor em termos de produção industrial, mas também pelo elevado número de produtores que dependem diretamente desse setor, especialmente em regiões do interior de Portugal, decorre diretamente do conceito de desenvolvimento regional, ao englobar três aspetos: a endogeneidade, que é a existência de recursos potenciais locais que podem ser utilizados; a territorialidade, que diz respeito à capacidade de interação dos agentes dentro daquele espaço físico; e as instituições que dão suporte ao desempenho das inter-relações dos diferentes agentes (Fauré e Hasenclever, 2007).

PARTE II

ANÁLISE EMPÍRICA

Análise das Empresas do Setor dos Laticínios

4.1. Enquadramento

Gestão financeira e análise financeira são conceitos com objetivos diferenciados, ou seja, a gestão financeira de uma empresa abarca a gestão de áreas funcionais distintas, como a área comercial, a área produtiva, a área de gestão de recursos humanos, entre outras, que de uma forma ou de outra acabam sempre por ter reflexos na área financeira da empresa. Desta forma, a procura das melhores formas de gerir estas áreas através da análise financeira tem por objetivo a obtenção de melhores fundos e mais-valias quer financeiros, quer sociais para a empresa. Segundo Martins (2007: 7):

“A gestão financeira abrange o conjunto de técnicas que visam a obtenção regular e oportuna dos recursos financeiros necessários ao funcionamento e desenvolvimento da empresa”.

Por seu lado, citando o mesmo autor:

“Compete à análise financeira a recolha de dados e o seu estudo, a fim de fornecer informações relevantes ao gestor financeiro, através de um conjunto de técnicas que visam o estudo passado e presente da situação económico-financeira da empresa, com vista a determinar a sua provável evolução futura” Martins (2007: 7).

Nestes termos, pretende-se com a análise económica e financeira ao setor dos laticínios descrever a situação atual das empresas que constituem a amostra em estudo e identificar situações que possam influenciar o seu futuro ao nível do desempenho. Neste sentido, recorreu-se a informações financeiras sobre as empresas de laticínios da região da Serra da Estrela e sobre o seu setor de atividade, não esquecendo a análise em termos de risco e de avaliação global, sendo que na primeira se pretende evidenciar os riscos de incidentes susceptíveis de perturbar as atividades futuras das empresas e na segunda, se pretendem realçar os pontos fortes e fracos tendo em vista a proposta e o desenvolvimento de ações de planeamento estratégico (Cohen, 1996).

Contudo, em qualquer das situações é essencial efetuar uma investigação ao potencial das empresas, às suas condições e resultados de exploração, bem como às relações estabelecidas com o meio envolvente. Também é necessário recolher informações sobre a conjuntura nacional e internacional, em relação a fatores que influenciam ou podem vir a influenciar o desempenho das

empresas, tais como taxas de juro, crescimento, desemprego, instabilidade social, política, entre outros (Martins, 2007).

Contudo, uma análise económica e financeira só tem relevância se se tiver em conta que a sua elaboração poderá servir para apoiar a gestão das empresas envolvidas na mesma. Assim, tomar decisões financeiras implica analisar e interpretar a situação económica e financeira das empresas, ou seja, analisar o equilíbrio financeiro dessas empresas, que deve ser entendido numa perspectiva atual, mas sempre com o objetivo de prever o futuro. Há que ter em consideração que as empresas:

“(...) não são estáticas no tempo, pelo que a análise económico-financeira de um determinado período, pressupõe um conjunto de considerações sobre as expectativas e decisões de gestão que poderão influenciar a sua compreensão” (Encarnação, 2009: 65).

Assim, a análise económica e financeira realizada tem por base as demonstrações financeiras, em concreto o Balanço, Balanço Funcional, Demonstração dos Resultados, Demonstração dos Resultados pela Teoria Gastos-Volume-Resultados (GVR) e Demonstração dos Fluxos de Caixa, das empresas do setor de laticínios da região da Serra da Estrela, relativamente aos exercícios económicos de 2005 a 2009. O ano de 2009 justifica-se por ser o exercício económico mais recente com dados disponíveis e definitivos à data de início da presente investigação, enquanto o ano de 2005 satisfaz o requisito de recolha de informação para um período de, segundo Martins (2007), idealmente, 5 anos para poder fazer a análise da evolução das empresas. Esta análise centra-se, de forma particular, em cinco empresas produtoras de «queijo Serra da Estrela», que através de uma atitude dinâmica, evolutiva e ajustada aos impulsos dados pela envolvente socioeconómica adoptam um comportamento estratégico, tendo por referência a estrutura dos mercados e a realidade do setor em Portugal.

Para consubstanciar os objetivos propostos, procede-se nos pontos seguintes: à análise do balanço (ponto 4.2), evidenciando os principais equilíbrios financeiros das empresas em referência; à análise da demonstração de resultados (ponto 4.3), com apresentação dos principais indicadores da demonstração de resultados pela teoria GVR; e à análise da demonstração de fluxos de caixa (ponto 4.4), realçando os fluxos gerados pelos três ciclos de operações das empresas (operacional, investimento e financiamento). Por último, tecem-se algumas considerações finais (ponto 4.5) que pretendem resumir as observações realizadas ao longo do capítulo.

4.2. Análise do Balanço

Após recolha e tratamento da informação, pretende-se neste ponto elaborar a análise económica e financeira das empresas, consciente de que o diagnóstico económico e financeiro permite determinar pontos fortes, nomeadamente abundância de recursos e de liquidez, qualidade da carteira de créditos e de ativos susceptíveis de proporcionar mais-valias potenciais, e/ou pontos fracos, especificamente fragilidade do equilíbrio financeiro, solvabilidade duvidosa, falta de liquidez dos elementos ativos, fraca rendibilidade, insuficiência de auto financiamento, fragilidade da estrutura financeira, insuficiência de capitais próprios ou capitais permanentes, saturação da capacidade de endividamento, má imagem junto do mercado financeiro, elevadas necessidades de fundo maneio de carácter estrutural (Cohen, 1996).

Atualmente, na região da Serra da Estrela existem quatro unidades industriais que laboram grandes quantidades de leite proveniente de Espanha e apenas uma unidade trabalha exclusivamente com leite de ovelha proveniente de rebanhos nacionais (em concreto, a empresa *AA, Lda.*). Em paralelo, também se verifica a existência de um número elevado de pequenas queijarias que trabalham com o leite proveniente da sua própria exploração (como é o caso da empresa *QM, Lda.*).

Em termos de localização das empresas da amostra, verifica-se que todas as empresas possuem a sua sede social no conselho de Seia, distrito da Guarda, sendo o seu insumo básico (leite cru) proveniente de pequenos e médios produtores de leite pertencentes à região da Serra da Estrela. Em consequência desta localização geográfica, o relacionamento das empresas com os produtores de leite ocorre individualmente com cada um. Adicionalmente, como já foi referido anteriormente, das cinco empresas, apenas quatro trabalham também com leite proveniente de Espanha.

Quanto à forma jurídica, estas empresas são sociedades por quotas, à exceção da empresa *QT, SA* que é uma sociedade anónima. Assim, as empresas *QM, Lda.* e *RG, Lda.* são sociedades enquadradas no regime das pequenas entidades, enquanto as restantes se encontram enquadradas no regime geral, por de acordo com o publicado na Lei nº 20/2010, de 23 de agosto (AR, 2010a), ultrapassarem, durante dois anos consecutivos, dois dos três seguintes limites: total do balanço: € 1.500.000; total de vendas líquidas e outros rendimentos: € 3.000.000; e número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50. Desta forma, apresentam-se nos Quadros 30 a 32 os valores do balanço, das vendas líquidas e do número de trabalhadores ao serviço das empresas no período 2005-2009, respetivamente.

Quadro 30. Total do Balanço das Empresas, 2005-2009

EUR	2005	2006	2007	2008	2009
<i>AA, Lda.</i>	2.885.723,14	2.505.836,64	2.592.442,47	2.733.115,39	2.426.536,11
<i>LCB, Lda.</i>	3.036.252,16	3.575.801,02	3.986.202,27	3.477.898,06	3.657.831,09
<i>QM, Lda.</i>	870.360,91	986.204,07	1.181.414,82	1.119.812,34	1.176.213,97
<i>QT, SA</i>	7.363.894,47	7.048.728,20	6.817.556,31	7.104.873,65	7.803.882,34
<i>RG, Lda.</i>	3.112.665,86	2.599.852,85	2.512.726,76	2.612.034,39	3.161.740,56

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

No que se refere ao total do balanço (Quadro 30), verifica-se que todas as empresas da amostra, exceto a empresa *QM, Lda.*, excedem € 1.500.000 imposto como limite para poderem ser consideradas pequenas entidades.

Quanto ao total de vendas líquidas e outros rendimentos registado pelas empresas da amostra (Quadro 31), constata-se que a empresa *QT, SA* no período 2005-2009 é a única que ultrapassa o limite legal fixado em € 3.000.000, bem como a empresa *LCB, Lda.* no período 2006-2009 e a empresa *AA, Lda.* no período 2008-2009.

Quadro 31. Total de Vendas Líquidas e Outros Rendimentos das Empresas, 2005-2009

EUR	2005	2006	2007	2008	2009
<i>AA, Lda.</i>	2.644.806,23	2.576.348,36	2.625.027,25	3.299.673,85	3.420.197,83
<i>LCB, Lda.</i>	2.853.249,19	3.259.973,32	3.787.454,55	3.030.579,99	3.172.989,59
<i>QM, Lda.</i>	1.003.412,69	1.265.013,58	1.408.511,90	1.119.135,46	1.039.293,47
<i>QT, SA</i>	4.737.891,01	4.685.794,84	4.741.980,55	5.127.277,72	6.549.544,50
<i>RG, Lda.</i>	2.834.269,98	2.563.206,90	2.381.971,42	2.330.121,41	2.824.653,14

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

Quanto ao número de trabalhadores ao serviço das empresas no período 2005-2009 (Quadro 32), apenas a empresa *AA, Lda.* ultrapassa o limite imposto pela Lei nº 20/2010, de 23 de agosto (AR, 2010a).

Quadro 32. Número de Colaboradores das Empresas, 2005-2009

	2006	2007	2008	2009
<i>AA, Lda.</i>	74	78	87	69
<i>LCB, Lda.</i>	39	51	33	33
<i>QM, Lda.</i>	14	19	17	16
<i>QT, SA</i>	44	44	39	50
<i>RG, Lda.</i>	53	48	26	26

Fonte Adaptado de IRN (2011).

Em suma, pode concluir-se que apenas as empresas *QM, Lda.* e *RG, Lda.* cumprem os requisitos da Lei nº 20/2010, de 23 de agosto (AR, 2010a), pelo que em termos de normativo contabilístico aplicam a NCRF-PE (MFAP, 2009d), enquanto as restantes empresas, ao cumprirem o SNC aplicam as 28 NCRF (MFAP, 2009e).

Desta forma, para que a análise financeira possa ser prestativa, torna-se pertinente a sua exaustiva elaboração, ou seja, utilizando a informação prestada pelas empresas elaboram-se todas as peças contabilísticas necessárias: balanço; balanço funcional; demonstração dos resultados; demonstração de resultados pela teoria GVR; anexo; demonstração de fluxos de caixa; entre outras aplicações. Assim, inicia-se esta abordagem fazendo uma explanação do **Balanço** de cada uma das empresas, analisando os valores do ativo, do passivo e do capital próprio, enquanto componentes do balanço. Os ativos e passivos, de acordo com o SNC são divididos em correntes e não correntes, sendo a regra de apresentação do balanço a agregação das contas, deixando as amortizações acumuladas, bem como os ajustamentos de estar visíveis na face do balanço (Rodrigues e Ferreira, 2010).

Antes de mais, importa referir que o balanço é um documento contabilístico que expressa a situação patrimonial da empresa em determinada data, em que o ativo corresponde às aplicações de fundos ou investimentos realizados pelas empresas, o passivo traduz as origens de fundos (ou obrigações da empresa) e o capital próprio reflete o valor do património, ou seja, os fundos próprios (Neves, 2004).

A primeira empresa da amostra é a empresa *AA, Lda.* (Quadro 33), a qual apresenta nos dois primeiros anos um decréscimo no valor total do ativo, para nos dois anos seguintes registar um aumento e no último ano novamente um decréscimo. Por sua vez, o total do capital próprio apresenta uma situação inversa, ou seja, aumenta nos dois primeiros anos e diminui consequentemente a partir do terceiro ano, enquanto o passivo diminui do primeiro para o segundo ano e a partir de 2007 aumentar significativamente. As oscilações do ativo resultam diretamente das oscilações verificadas no ativo corrente, o mesmo acontecendo ao nível do passivo, com recurso a financiamento bancário de curto prazo em 2008 e 2009.

A rubrica de inventários oscila entre aumentos e diminuições, variando inversamente à rubrica de clientes. Sendo o ano de 2009, sem dúvida o ano mais fraco ao nível de clientes, verificando-se o inverso na rubrica de fornecedores, que apresentam um aumento significativo a partir do ano de 2007. Ao nível de caixa e depósitos bancários verifica-se uma diminuição significativa no ano de

2006 e uma recuperação em 2007, mantendo a tendência crescente em 2008 para voltar a diminuir em 2009.

Quadro 33. Balanço da Empresa AA, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo					
Ativo não corrente:					
Ativos fixos tangíveis	2.192,64	1.192,74	192,54	192,54	0,00
Ativos intangíveis	1.274.915,16	1.147.173,44	1.087.854,56	1.035.243,86	1.006.119,16
	1.277.107,80	1.148.366,18	1.088.047,10	1.035.436,40	1.006.119,16
Ativo corrente:					
Inventários	395.275,00	512.270,00	133.864,90	165.294,08	339.520,90
Clientes	608.065,81	540.053,58	715.165,12	701.035,54	516.384,57
Estado e outros entes públicos	26.894,28	16.970,58	21.789,69	2.144,77	7.810,63
Outras contas a receber	56.878,60	2.766,84	4.688,90	590,68	1.637,94
Caixa e depósitos bancários	521.501,65	285.409,46	628.886,76	828.613,92	555.062,91
	1.608.615,34	1.357.470,46	1.504.395,37	1.697.678,99	1.420.416,95
Total Ativo	2.885.723,14	2.505.836,64	2.592.442,47	2.733.115,39	2.426.536,11
Capital Próprio e Passivo					
Capital próprio					
Capital realizado	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00	1.000.000,00
Reservas legais	150.000,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00
Outras reservas	166.598,50	166.598,50	166.598,50	166.598,50	166.598,50
Resultados transitados	117.801,73	163.021,71	244.316,84	178.477,60	-75.830,28
Excedentes de revalorização	245.829,81	245.829,81	245.829,81	245.829,81	244.279,22
	1.680.230,04	1.725.450,02	1.806.745,15	1.740.905,91	1.485.047,44
Resultado líquido do período	45.219,98	81.295,13	-65.839,24	-320.298,82	-179.072,21
Total Capital Próprio	1.725.450,02	1.806.745,15	1.740.905,91	1.420.607,09	1.305.975,23
Passivo					
Passivo não corrente:					
Financiamentos obtidos	300.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Acionistas/Sócios	581.121,40	471.892,32	531.466,06	531.466,06	131.466,06
	881.121,40	471.892,32	531.466,06	531.466,06	131.466,06
Passivo corrente:					
Fornecedores	85.452,77	56.718,61	228.816,28	304.048,81	306.012,99
Estado e outros entes públicos	40.968,12	60.633,96	40.005,47	57.288,29	50.825,69
Financiamentos obtidos	0,00	0,00	0,00	300.000,00	495.000,00
Outras contas a pagar	30.291,54	36.984,97	6.039,89	35.330,24	94.166,51
Diferimentos	100.393,08	72.861,63	45.208,86	84.374,90	43.089,63
Outros passivos financeiros	22.046,21	0,00	0,00	0,00	0,00
	279.151,72	227.199,17	320.070,50	781.042,24	989.094,82
Total Passivo	1.160.273,12	699.091,49	851.536,56	1.312.508,30	1.120.560,88
Total Capital Próprio/Passivo	2.885.723,14	2.505.836,64	2.592.442,47	2.733.115,39	2.426.536,11

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

Ao nível do capital próprio verifica-se que o mesmo tem vindo a diminuir ao longo dos três últimos anos em virtude da transferência dos resultados líquidos negativos desses anos para os exercícios seguintes, fazendo com que a capacidade de autofinanciamento da empresa diminua progressivamente.

A este propósito importa analisar os principais equilíbrios financeiros da empresa, deduzidos do balanço funcional (Anexo 1). O **Balanço Funcional** permite evidenciar a evolução da estrutura financeira de uma empresa, sendo construído a partir do balanço contabilístico, através da transformação e agrupamento das rubricas segundo critérios económicos e financeiros (Roche, 1991), possibilitando verificar se a empresa dispõe dos meios financeiros adequados às necessidades operacionais, ou se pode vir a dispor deles sem criar relações de dependência perante terceiros. Com a análise do balanço funcional pretende identificar-se qual a posição financeira da empresa, sendo que a situação ótima será o equilíbrio financeiro, contudo para que haja equilíbrio financeiro é necessário que haja equilíbrio funcional. O Quadro 34 apresenta os principais equilíbrios financeiros da empresa AA, *Lda.* no período 2005-2009.

Quadro 34. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa AA, *Lda.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Fundo de Maneio	1.329.463,62	1.130.271,29	1.184.324,87	916.636,75	431.322,13
Necessidades de Fundo de Maneio	830.008,18	844.861,83	555.438,11	388.022,83	371.259,22
Tesouraria Líquida	499.455,44	285.409,46	628.886,76	528.613,92	60.062,91

Fonte: Elaboração própria.

Na empresa AA, *Lda.* verifica-se que o Fundo de Maneio (FM) é sempre positivo ao longo dos anos em análise (2005-2009), embora tenha decrescido, principalmente pela diminuição dos capitais permanentes. Contudo, a empresa ainda se encontra em situação de equilíbrio financeiro, uma vez que os Capitais Permanentes (CP) são superiores ao ativo não corrente, pelo que existe uma parte dos CP que não é absorvida no financiamento dos investimentos e das necessidades permanentes de exploração (ativo não corrente) e que, consequentemente, será aplicada na cobertura das necessidades de financiamento do ciclo de exploração.

A Tesouraria Líquida (TL) da empresa apresenta-se positiva no período 2005-2009, pese embora o decréscimo no ano de 2005 e depois de 2007. Estes acréscimos na TL da empresa são o reflexo das diminuições no FM e nas Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) depois de 2007. Em 2008 e 2009, a empresa possui em depósitos bancários valores superiores aos montantes de crédito pedidos às instituições bancárias nesses mesmos anos a curto prazo, o que significa que a empresa poderia, se assim o entendesse, liquidar os empréstimos bancários.

De seguida, apresenta-se no Quadro 35 o balanço da empresa LCB, *Lda.*, que constitui a segunda empresa da amostra. O total do seu ativo é crescente nos três primeiros anos, diminuindo em 2008

para voltar a aumentar no ano seguinte. Esta situação é o reflexo da evolução do ativo corrente, já que o ativo não corrente é sempre decrescente.

Quadro 35. Balanço da Empresa LCB, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo					
Ativo não corrente:					
Ativos fixos tangíveis	431,00	2.571,63	3.547,82	2.262,00	2.262,00
Ativos intangíveis	953.623,70	779.692,63	649.220,45	494.674,11	371.042,87
Participações financeiras	12,47	12,47	12,47	12,47	1.512,47
	954.067,17	782.276,73	652.780,74	496.948,58	374.817,34
Ativo Corrente					
Inventários	1.151.964,84	1.362.904,24	1.647.736,37	1.706.174,08	1.857.243,54
Clientes	508.204,00	725.882,55	941.407,23	814.389,68	758.298,33
Estado e outros entes públicos	31.807,95	37.991,19	44.769,46	53.353,70	47.802,43
Acionistas/Sócios	0,00	16.123,86	18.628,96	14.901,04	22.351,04
Outras contas a receber	332.866,78	537.211,61	606.848,61	356.531,86	530.004,92
Diferimentos	5.403,53	6.538,28	7.675,31	7.946,62	15.768,38
Caixa e depósitos bancários	51.937,89	106.872,56	66.355,59	27.652,50	51.545,11
	2.082.184,99	2.793.524,29	3.333.421,53	2.980.949,48	3.283.013,75
Total Ativo	3.036.252,16	3.575.801,02	3.986.202,27	3.477.898,06	3.657.831,09
Capital Próprio e Passivo					
Capital Próprio					
Capital realizado	724.000,00	824.000,00	1.127.000,00	1.127.000,00	1.127.000,00
Outros instrumentos de capital próprio	272.295,66	387.795,66	84.795,66	84.795,66	84.795,66
Reservas legais	3.286,70	4.143,38	5.719,29	9.179,07	12.358,42
Resultados transitados	-107.976,64	-91.699,80	-61.757,46	3.978,44	64.386,09
	891.605,72	1.124.239,24	1.155.757,49	1.224.953,17	1.288.540,17
Resultado líquido do período	17.133,52	31.518,25	69.195,68	63.587,00	30.602,98
Total Capital Próprio	908.739,24	1.155.757,49	1.224.953,17	1.288.540,17	1.319.143,15
Passivo					
Passivo não corrente:					
Financiamentos obtidos	748.256,58	1.192.395,01	1.320.348,97	753.517,98	1.235.793,07
	748.256,58	1.192.395,01	1.320.348,97	753.517,98	1.235.793,07
Passivo Corrente:					
Fornecedores	453.960,60	725.325,68	831.954,20	687.079,34	872.771,40
Adiantamento de clientes	0,00	5.280,62	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos	75.680,82	32.757,60	43.672,12	44.707,04	48.549,15
Acionistas/Sócios	0,00	0,00	5.280,62	5.280,62	5.280,62
Financiamentos obtidos	678.516,95	281.937,18	336.635,22	535.152,88	0,00
Outras contas a pagar	171.097,97	182.347,44	223.357,97	163.620,03	176.293,70
	1.379.256,34	1.227.648,52	1.440.900,13	1.435.839,91	1.102.894,87
Total Passivo	2.127.512,92	2.420.043,53	2.761.249,10	2.189.357,89	2.338.687,94
Total Capital Próprio/Passivo	3.036.252,16	3.575.801,02	3.986.202,27	3.477.898,06	3.657.831,09

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

A empresa *LCB, Lda.* recorre a financiamentos bancários tanto de médio/longo prazo como de curto prazo, sendo esses empréstimos de montantes elevados. No curto prazo regista-se a tendência para a sua diminuição, com a liquidação do respetivo empréstimo em 2009 ou com a renegociação do mesmo transformando-o em médio/longo prazo, uma vez que nesse ano os financiamentos

obtidos de médio/longo prazo aumentaram 64%, por via de um novo empréstimo ou em virtude da transformação do empréstimo de curto prazo. Importa também referir que a rubrica de caixa e depósitos bancários apresenta valores baixos quando comparados com as entradas que a empresa registou ao nível dos financiamentos obtidos.

A conta de inventários é crescente durante todo o período da análise traduzindo o aumento de *stocks* em armazém. Ao analisar a conta de clientes e fornecedores em simultâneo, verifica-se que nos cinco anos da análise os valores são muito idênticos, ou seja, a empresa deve tanto aos fornecedores como o valor que tem a receber dos seus clientes, pelo que a empresa *LCB, Lda.* está a financiar-se recorrendo aos seus fornecedores, sendo o ano mais visível desta situação o ano de 2009.

No que se refere ao resultado líquido do período, verifica-se que esta empresa apresenta resultados positivos no período 2005-2009, sendo crescentes nos anos de 2005 a 2007. De salientar que, no caso da empresa *LCB, Lda.* existem outros instrumentos de capital próprio que correspondem a prestações suplementares, ou seja, entradas de dinheiro exigidas aos sócios, sendo a única empresa da amostra a recorrer a este tipo de financiamento. Esta rubrica apresenta uma variação crescente no ano de 2006 e decrescente em 2007, por transferência para capital realizado, mantendo-se constante nos dois anos seguintes.

O Quadro 36 apresenta os principais equilíbrios financeiros da empresa *LCB, Lda.*, com FM e NFM positivos em todos os anos, bem como TL negativas no período 2005-2008, à exceção de 2009. O FM desta empresa acompanha o mesmo ciclo de evolução dos seus capitais permanentes. O FM representa aquilo que a empresa tem para poder fazer face às suas NFM, pelo que analisando a evolução destas duas rubricas, para a empresa *LCB, Lda.*, se verifica que o FM no período 2005-2008 é inferior às NFM que a empresa necessita para o normal funcionamento da sua atividade económica, ou seja, a empresa financia as suas necessidades de exploração recorrendo a operações de tesouraria. O FM menor que as NFM é indicador de problemas de solvabilidade, risco de falência e dependência bancária. Neste caso, verifica-se dependência bancária, pois os financiamentos obtidos no curto prazo registam-se nos anos de 2005 a 2007, anos estes em que a empresa não dispõe de fundos para fazer face às suas exigibilidades de curto prazo ($FM < NFM$), resultando desta situação uma TL negativa. No ano de 2009 verifica-se o inverso da situação, ou seja, o FM é superior às NFM, significando que existe equilíbrio financeiro e a TL é positiva.

Quadro 36. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa LCB, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Fundo de Maneio	702.928,65	1.565.875,77	1.892.521,40	1.545.109,57	2.180.118,88
Necessidades de Fundo de Maneio	1.329.507,71	1.740.940,39	2.162.801,03	2.052.609,95	2.128.573,77
Tesouraria Líquida	-626.579,06	-175.064,62	-270.279,63	-507.500,38	51.545,11

Fonte: Elaboração própria.

A terceira empresa da amostra é a empresa *QM, Lda.*, cujo balanço se pode observar no Quadro 37.

Quadro 37. Balanço da Empresa QM, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo					
Ativo não corrente					
Ativos fixos tangíveis	2.916,0	9.241,7	23.969,0	10.039,9	3.399,7
Ativos intangíveis	232.085,98	195.987,90	210.577,01	202.202,44	219.220,33
Participações financeiras	1.790,92	1.790,92	1.790,92	1.829,32	1.829,32
	236.792,93	207.020,48	236.336,91	214.071,61	224.449,31
Ativo Corrente					
Inventários	30.472,00	27.944,40	67.501,92	85.976,65	107.342,93
Clientes	531.390,54	606.040,26	735.941,51	717.539,02	721.105,38
Adiantamento a fornecedores	0,00	10.000,00	0,00	15.943,50	0,00
Estado e outros entes públicos	23.623,56	24.227,87	31.021,46	58.657,92	36.387,18
Outras contas a receber	19.695,34	24.624,21	11.527,17	0,00	0,00
Diferimentos	3.908,24	638,09	1.853,22	4.255,49	3.873,57
Caixa e depósitos bancários	24.478,30	81.708,76	97.232,63	23.368,15	83.055,60
	633.567,98	775.183,59	945.077,91	905.740,73	951.764,66
Total Ativo	870.360,91	982.204,07	1.181.414,82	1.119.812,34	1.176.213,97
Capital Próprio e Passivo					
Capital Próprio:					
Capital realizado	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00
Reservas legais	5.230,70	5.230,70	5.230,70	13.676,93	15.056,35
Outras reservas	2.783,60	5.965,36	18.802,58	18.802,58	18.802,58
Resultados transitados	147.757,21	208.210,73	323.745,68	484.223,96	510.432,88
	160.771,51	224.406,79	352.778,96	521.703,47	549.291,81
Resultado líquido do período	63.635,28	128.372,17	168.924,51	27.588,34	11.523,38
Total Capital Próprio	224.406,79	352.778,96	521.703,47	549.291,81	560.815,19
Passivo					
Passivo não corrente					
Acionistas/sócios	100.000,00	100.000,00	100.000,00	95.000,00	70.000,00
	100.000,00	100.000,00	100.000,00	95.000,00	70.000,00
Passivo corrente:					
Fornecedores	252.628,52	357.420,51	361.146,33	289.058,99	273.995,43
Estado e outros entes públicos	3.520,53	28.619,51	26.605,66	8.149,97	7.588,75
Acionistas/sócios	58.238,08	24.041,95	34.257,14	1.911,78	4.257,47
Financiamentos obtidos	68.265,41	1.025,65	56.554,52	39.404,16	115.090,45
Outras contas a pagar	135.800,30	102.368,53	62.250,28	117.529,20	123.013,50
Diferimentos	27.501,28	15.948,96	18.897,42	19.466,43	21.453,18
	545.954,12	529.425,11	559.711,35	475.520,53	545.398,78
Total Passivo	645.954,12	629.425,11	659.711,35	570.520,53	615.398,78
Total Capital Próprio/Passivo	870.360,91	982.204,07	1.181.414,82	1.119.812,34	1.176.213,97

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

A empresa *QM, Lda.* apresenta no período 2005-2009 valores totais do ativo sempre crescentes, salvo uma ligeira inflexão em 2008. Também a rubrica do capital próprio se apresenta sempre crescente, sendo o resultado líquido do período sempre positivo e crescente até 2007, a partir desse ano tem vindo a diminuir. Por oposição à empresa *LCB, Lda.*, que optou pelo financiamento de médio/longo prazo, a empresa *QM, Lda.* optou pela diminuição do financiamento de médio/longo prazo (-26% em 2009 face ao ano anterior) e pelo aumento do financiamento de curto prazo (+192% em 2009 face ao ano de 2008).

A rubrica de inventários da empresa *QM, Lda.* apenas no ano de 2006 apresenta uma quebra, pois nos restantes anos da análise é sempre crescente, sendo o ano de 2009 bastante superior aos anos transatos. Analisando a conta de clientes, verifica-se que o seu valor é crescente nos três primeiros anos, diminuindo em 2008 e aumentando em 2009, contudo se for tido em linha de conta os valores em dívida a fornecedores verifica-se que os valores dos primeiros são muito superiores aos valores destes últimos, o que significa que a empresa paga mais cedo aos fornecedores do que recebe de clientes.

Os valores em caixa e depósitos bancários no final de cada ano são valores consideráveis, sendo 2006, 2007 e 2009 os melhores anos, contudo insuficientes para liquidar os financiamentos obtidos em cada um dos anos analisados.

Importa ainda salientar que, esta empresa apresenta um capital realizado mínimo, ou seja, apenas apresenta o mínimo exigido por lei para a constituição da sociedade (€ 5.000) e os seus equilíbrios financeiros podem ser analisado no Quadro 38.

Quadro 38. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa *QM, Lda.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Fundo de Maneio	87.613,86	245.758,48	385.366,56	430.220,20	406.365,88
Necessidades de Fundo de Maneio	131.400,97	165.075,37	344.688,45	446.256,21	438.400,73
Tesouraria Líquida	-43.787,11	80.683,11	40.678,11	-16.036,01	-32.034,85

Fonte: Elaboração própria.

No Balanço Funcional da empresa *QM, Lda.* (Anexo 1) é possível verificar que os seus capitais permanentes são sempre crescentes ao longo dos anos em análise, exceto no último ano, o mesmo ocorrendo com a rubrica do FM (Quadro 38). Quando o FM é positivo, significa que os capitais permanentes financiam, para além dos ativos não correntes, uma parte dos ativos correntes.

À exceção de 2006 e 2007, nos restantes anos, as NFM são superiores ao FM, ou seja, a empresa nesses anos necessita de mais meios do que aqueles que consegue produzir para fazer face às suas necessidades de exploração, cobrindo a diferença recorrendo à tesouraria. Esta situação indica as necessidades de financiamento alheio e problemas de solvabilidade. Como consequência, a TL nesses anos é negativa, evidenciando dificuldade de os capitais permanentes disponíveis cobrirem as NFM da empresa *QM, Lda.*, pelo que o recurso ao financiamento bancário é inevitável. Esta situação é confirmada pelos financiamentos obtidos ao longo do período em análise.

As TL em 2006 e 2007 são positivas pelo que se pode considerar que a empresa *QM, Lda.* nesses anos apresenta uma estrutura financeira estável, contudo a oscilação apresentada entre os anos em que a TL é positiva e os anos em que é negativa, não permite identificar o motivo destas variações.

Uma quarta empresa da amostra é a empresa *QT, SA.*, cujo balanço se apresenta no Quadro 39. De todas as empresas em análise, a empresa *QT, SA.* é a única que é sociedade anónima e numa primeira abordagem é também a que apresenta valores totais de ativo mais elevados, bem como vendas líquidas e outros rendimentos, pese embora não seja a que apresenta maior número de colaboradores ao serviço da empresa.

Ao nível dos inventários apresenta valores crescentes ao longo do período, com exceção do ano de 2006 em que se regista uma ligeira diminuição. A rubrica caixa e depósitos bancários apresenta ligeiras oscilações durante o período em análise, mas quando comparada com a rubrica de clientes e de fornecedores verifica-se que é insignificante para cobrir pagamentos a fornecedores. Neste sentido verifica-se também que esta empresa apresenta valores muito elevados ao nível dos financiamentos obtidos quer no médio/longo prazo, quer no curto prazo. Desta forma, as dívidas a terceiros no curto prazo são superiores aos valores das dívidas de terceiros no curto prazo.

Por outro lado, a empresa *QT, SA.* apresenta no seu ativo não corrente “Outras contas a receber” com valores crescentes e significativos, apenas em 2009 houve uma ligeira diminuição, bem como no curto prazo apresenta valores, embora mais baixos, mas com uma forte expressividade no conjunto de valores que constituem as dívidas de terceiros, pelo que importa atuar sobre estes devedores no sentido de receber estes valores em dívida, de forma a poder com os valores recebidos amortizar os financiamentos que a empresa possui junto das instituições bancárias.

Quadro 39. Balanço da Empresa QT, SA, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo					
Ativo não corrente:					
Ativos fixos tangíveis	2.108,57	1.471,08	833,48	416,83	6.517,35
Ativos intangíveis	2.488.200,05	2.331.904,00	2.256.241,12	2.294.080,44	2.275.646,11
Outras contas a receber	1.930.731,88	2.018.592,36	2.018.592,36	2.018.592,36	1.868.592,34
	4.421.040,50	4.351.967,44	4.275.666,96	4.313.089,63	4.150.755,80
Ativo corrente					
Inventários	346.485,41	300.734,76	304.213,42	386.890,41	586.753,79
Clientes	1.755.710,06	1.828.593,68	1.721.352,64	1.856.109,52	2.655.116,71
Adiantamento a fornecedores	1.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos	16.208,13	26.817,09	35.787,82	41.993,58	51.408,67
Outras contas a receber	545.281,31	292.833,32	292.045,44	329.192,13	195.080,04
Diferimentos	61.676,46	57.302,26	56.818,89	23.794,51	20.864,09
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	6.802,25
Caixa e depósitos bancários	216.492,60	190.479,65	131.671,14	153.803,87	137.100,99
	2.942.853,97	2.696.760,76	2.541.889,35	2.791.784,02	3.653.126,54
Total Ativo	7.363.894,47	7.048.728,20	6.817.556,31	7.104.873,65	7.803.882,34
Capital Próprio e Passivo					
Capital próprio					
Capital realizado	2.423.900,00	2.423.900,00	2.423.900,00	2.423.900,00	2.423.900,00
Reservas legais	10.131,37	12.631,37	15.131,37	16.631,37	19.131,37
Outras reservas	18,11	18,11	18,11	18,11	18,11
Resultados transitados	-840.600,65	-830.144,96	-798.127,73	-771.076,01	-779.536,37
Excedentes de revalorização	455.208,88	455.208,88	455.208,88	455.208,88	455.208,88
	2.048.657,71	2.061.613,40	2.096.130,63	2.124.682,35	2.118.721,99
Resultado líquido do período	43.210,34	34.517,23	28.551,72	40.461,64	43.463,95
Total Capital Próprio	2.091.868,05	2.096.130,63	2.124.682,35	2.165.143,99	2.162.185,94
Passivo					
Passivo não corrente:					
Provisões	0,00	0,00	335.627,90	0,00	0,00
Financiamentos obtidos	812.250,00	1.418.169,90	126.955,25	1.488.144,50	1.870.197,83
Outras contas a pagar	126.955,25	126.955,25	68.984,88	84.513,63	140.988,21
Estado e outros entes públicos	67.040,55	0,00	0,00	0,00	0,00
	1.006.245,80	1.545.125,15	531.568,03	1.572.658,13	2.011.186,04
Passivo corrente:					
Fornecedores	1.106.184,46	958.138,93	710.326,69	1.002.855,50	1.263.131,44
Adiantamento de clientes	0,00	0,00	2.895,73	0,00	2.895,73
Estado e outros entes públicos	53.319,92	67.256,26	24.618,43	52.722,04	66.283,20
Financiamentos obtidos	1.829.233,91	1.354.421,09	2.674.325,28	1.592.483,42	1.568.920,57
Outras contas a pagar	597.901,16	640.486,67	449.707,30	396.645,43	449.641,02
Diferimentos	679.141,17	387.169,47	299.432,50	322.365,14	279.638,40
	4.265.780,62	3.407.472,42	4.161.305,93	3.367.071,53	3.630.510,36
Total Passivo	5.272.026,42	4.952.597,57	4.692.873,96	4.939.729,66	5.641.696,40
Total Capital Próprio/Passivo	7.363.894,47	7.048.728,20	6.817.556,31	7.104.873,65	7.803.882,34

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

No quadro seguinte, apresentam-se os principais equilíbrios financeiros (Fundo de Maneio, Necessidades de Fundo de Maneio e Tesouraria Líquida) da empresa QT, SA no período 2005-2009 (Quadro 40).

Quadro 40. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa *QT, SA*, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Fundo de Maneio	-1.322.926,65	-710.711,66	-1.619.416,58	-575.287,51	22.616,18
Necessidades de Fundo de Maneio	289.814,66	453.229,78	923.237,56	863.392,04	1.454.435,76
Tesouraria Líquida	-1.612.741,31	-1.163.941,44	-2.542.654,14	-1.438.679,55	-1.431.819,58

Fonte: Elaboração própria.

A empresa *QT, SA* é a única empresa a apresentar FM negativos. Quando o fundo de maneio é negativo, significa que as dívidas de terceiros de curto prazo financiam o ativo não corrente, constituindo um fator de risco, pois a empresa está dependente de origens de fundos instáveis para financiar ativos fixos (Neves, 2004). Também a TL é negativa, logo deficitária, pelo que nem todas as aplicações estáveis da empresa estão financiadas por capitais permanentes. Apenas no ano de 2009 o FM se apresenta positivo, mas mesmo assim inferior às NFM, pelo que a TL em 2009 também é deficitária.

Por outro lado, verifica-se que a empresa *QT, SA* recorre frequentemente a instituições de crédito e a outros empréstimos, quer no médio/longo prazo, quer no curto prazo, sendo que as dívidas a instituições de crédito de curto prazo são superiores às de médio/longo prazo.

Por último, a empresa *RG, Lda.* corresponde à quinta empresa da amostra (Quadro 41). A empresa *RG, Lda.* apresenta o ativo decrescente nos três primeiros anos, recuperando no sentido crescente em 2008. O capital próprio apresenta sempre uma tendência crescente, exceto em 2007.

O ativo não corrente regista uma progressiva diminuição, refletindo a progressiva depreciação/amortização dos respetivos ativos. O ativo corrente líquido é superior ao passivo da mesma natureza, o que significa que a empresa consegue cumprir com as exigências de curto prazo. Quanto aos clientes, apresentam valores decrescentes no período 2005-2007, recuperando em 2008 e 2009, por sua vez o valor em dívida a fornecedores é muito inferior quando comparado com as dívidas de clientes. Desta forma, a caixa e os depósitos bancários, oscila entre aumentos e diminuições, contudo o seu valor em 2009 é significativo, mas bastante inferior ao montante de financiamentos obtidos no médio/longo prazo que se apresentam sempre crescentes ao longo do período, enquanto que os financiamentos obtidos no curto prazo são amortizados na totalidade em 2008.

Quadro 41. Balanço da Empresa RG, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo					
Ativo não corrente:					
Ativos fixos tangíveis	1.939,96	6.914,95	11.187,94	691,80	0,00
Ativos intangíveis	1.648.606,47	1.380.604,39	1.237.768,05	1.024.295,44	828.340,75
Participações financeiras	0,00	0,00	0,00	0,00	750,00
	1.650.546,43	1.387.519,34	1.248.955,99	1.024.987,24	829.090,75
Ativo corrente:					
Inventários	298.633,45	204.010,53	509.799,83	231.573,39	284.551,29
Clientes	778.292,36	602.234,37	499.136,30	646.952,30	709.681,14
Estado e outros entes públicos	55.288,52	1.450,59	18.999,23	7.078,52	12.968,96
Acionistas/Sócios	21.242,56	22.155,15	22.879,84	22.879,84	39.536,74
Outras contas a receber	25.665,45	22.390,09	36.309,14	475.872,23	481.105,88
Caixa e depósitos bancários	282.997,09	360.092,78	176.646,43	202.690,87	804.805,80
	1.462.119,43	1.212.333,51	1.263.770,77	1.587.047,15	2.332.649,81
Total Ativo	3.112.665,86	2.599.852,85	2.512.726,76	2.612.034,39	3.161.740,56
Capital Próprio e Passivo					
Capital próprio:					
Capital realizado	847.956,42	847.956,42	847.956,42	847.956,42	847.956,42
Reservas legais	49.291,63	49.291,63	49.939,63	49.939,63	49.939,63
Outras reservas	848.821,45	848.821,45	851.647,30	851.647,30	851.647,30
Resultados transitados	0,00	-9.478,42	0,00	-104.911,61	-59.375,82
Excedentes de revalorização	49.884,44	49.884,44	49.884,44	49.884,44	49.884,44
	1.795.953,94	1.786.475,52	1.799.427,79	1.694.516,18	1.740.051,97
Resultado líquido do período	-9.478,42	12.952,27	-104.911,61	45.535,79	63.450,33
Total Capital Próprio	1.786.475,52	1.799.427,79	1.694.516,18	1.740.051,97	1.803.502,30
Passivo					
Passivo não corrente:					
Financiamentos obtidos	0,00	164.713,21	25.483,72	400.000,00	1.128.458,98
Passivos por impostos diferidos	0,00	0,00	0,00	1.828,18	0,00
	0,00	164.713,21	25.483,72	401.828,18	1.128.458,98
Passivo corrente:					
Fornecedores	141.628,18	72.541,75	78.818,51	52.780,22	76.917,62
Estado e outros entes públicos	27.129,79	16.559,77	13.790,00	30.114,45	36.319,58
Acionistas/Sócios	75.000,00	0,00	27.634,52	27.634,52	9.962,32
Financiamentos obtidos	579.171,63	103.499,68	207.690,73	0,00	0,00
Outras contas a pagar	89.558,65	70.606,80	138.837,19	83.364,82	58.148,36
Diferimentos	413.702,09	372.503,85	325.955,91	276.260,23	48.431,40
	1.326.190,34	635.711,85	792.726,86	470.154,24	229.779,28
Total Passivo	1.326.190,34	800.425,06	818.210,58	871.982,42	1.358.238,26
Total Capital Próprio/Passivo	3.112.665,86	2.599.852,85	2.512.726,76	2.612.034,39	3.161.740,56

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

A rubrica “Outras contas a receber” é crescente ao longo dos cinco anos da análise, sendo bastante elevada nos dois últimos anos. Por sua vez, a rubrica “Outras contas a pagar” é bastante mais reduzida e tem vindo a diminuir ao longo dos cinco anos. Também se verifica que as reservas de reavaliação da empresa *RG, Lda.* são constantes e que as reservas legais e as outras reservas sofreram ligeiras oscilações ao longo do período 2005-2009. Por sua vez, o resultado líquido do período é negativo em 2005 e 2007 e positivo nos anos de 2006, 2008 e 2009, sendo política da empresa que o mesmo transite para o ano seguinte.

No Quadro 42 apresentam-se os principais equilíbrios financeiros da empresa *RG, Lda.* no período 2005-2009. O FM desta empresa é inferior às NFM nos anos de 2005 e 2007, evidenciando dependência do sistema bancário, problemas ao nível da solvabilidade e recurso à tesouraria para cobrir o FM, justificando nesses dois anos a TL negativa. Nos restantes anos, o FM é maior que as NFM, sendo consequentemente a TL positiva e excedentária.

Quadro 42. Principais Equilíbrios Financeiros da Empresa *RG, Lda.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Fundo de Maneio	135.929,09	576.621,66	471.043,91	1.116.892,91	2.102.870,53
Necessidades de Fundo de Maneio	432.103,63	320.028,56	502.088,21	914.202,04	1.298.064,73
Tesouraria Líquida	-296.174,54	256.593,10	-31.044,30	202.690,87	804.805,80

Fonte: Elaboração própria.

Em suma, na medida em que, o total do ativo corresponde às aplicações de fundos ou investimentos realizados pelas empresas (Neves, 2004), facilmente se percebe que a empresa *QT, SA*, ao apresentar em 2009 um ativo no valor de € 7.803.882,34, sendo esse valor muito mais elevado que o valor do ativo apresentado pelas restantes empresas, se encontra numa posição económica mais favorável relativamente ao conjunto das empresas em análise. Contudo, numa observação global aos quadros anteriores, verifica-se que, à exceção da empresa *AA, Lda.*, todas as empresas aumentaram o valor do seu ativo durante o período em análise.

Com exceção das empresas *AA, Lda.* e *QM, Lda.* que diminuíram o seu passivo no período 2005-2009 (-3,4 e -4,7% respetivamente), todas as restantes empresas apresentam um aumento do seu valor, sendo de realçar o aumento significativo do passivo da empresa *LCB, Lda.* (+9,9%). Da mesma forma que, a amortização de dívidas a instituições de crédito a médio/longo justifica o decréscimo de passivo na empresa *AA, Lda.*, também o aparecimento dessa rubrica explica o acréscimo verificado no passivo da empresa *LCB, Lda.* em 2009.

Por conseguinte, inversamente à evolução do passivo encontra-se a evolução do capital próprio, pelo que, à exceção das empresas *AA, Lda.*, que ao longo dos anos em análise diminuí o valor do seu capital próprio (-24,3%), todas as demais empresas apresentam uma tendência crescente. Assim, os resultados líquidos negativos registados pela empresa *AA, Lda.* foram responsáveis pela diminuição do valor do seu património líquido, tal como os lucros obtidos pelas restantes empresas, e retidos como forma de autofinanciamento, justificam o aumento dos respetivos patrimónios.

Importa ainda salientar que, as empresas da amostra atuam maioritariamente no mercado nacional, regional e local, operando de forma independente, ou seja, cada uma das empresas define o mercado que pretende atingir, não se interessando em se consorciar para satisfazer determinada procura. De facto, a modificação mais expressiva destas empresas, até ao momento, foi a passagem de um mercado de abrangência local, e em alguns casos regional, para um mercado nacional de maior concorrência.

4.3. Análise da Demonstração de Resultados

Paralelamente, à estrutura económica patenteada nos quadros anteriores, os quadros seguintes caracterizam as empresas da amostra em função do seu volume de vendas e outros rendimentos. Sendo possível, antecipar que, em 2009, face ao mercado coberto pelas cinco empresas da amostra, a empresa que apresenta maior valor de vendas e outros rendimentos (isto é, maior quota de mercado neste segmento) é a empresa *QT, SA* (aproximadamente 37%), seguida da empresa *AA, Lda.* e da empresa *LCB, Lda.* (com quotas iguais de 20%). A quota de mercado mais baixa é apresentada pela empresa *QM, Lda.* (não ultrapassando os 6%), a qual também é a empresa com menor número de efetivos (inferior a 20 colaboradores) e com o menor valor de capital social, na medida em que apenas cumpre o limite mínimo legal de constituição.

Enquanto o balanço é o documento que apresenta a situação financeira da empresa numa determinada data, a **Demonstração de Resultados** evidencia a formação dos resultados, sejam eles lucros ou prejuízos, num determinado período. É um documento de avaliação do desempenho económico no referido período, avaliando-se através dele a rendibilidade das vendas, ou seja, avalia-se a eficiência económica da empresa (Neves, 2004).

Da análise da Demonstração de Resultados da empresa *AA, Lda.* (Quadro 43) é possível verificar que a mesma tem registado um aumento de vendas e serviços prestados no período de 2005-2008, pese embora a ligeira diminuição em 2009 (-1%). De destacar que, apenas em 2007 a empresa apresenta uma variação negativa nos inventários da produção. Esta empresa apresenta uma elevada estrutura do CMVMC (representa mais de 50% do valor das vendas, sendo que a partir de 2008 ultrapassa os 75%), bem como custos elevados nas rubricas de fornecimentos e serviços externos e gastos com o pessoal, resultando desta situação um resultado operacional fraco nos dois primeiros anos e negativo nos três últimos anos da amostra. Não obstante, a empresa *AA, Lda.* regista um

esforço de redução dos gastos com FSE, pois em 2005 estes representavam 15% do total de gastos operacionais, enquanto em 2009 já só representavam 12%. O mesmo ocorreu com os Gastos com Pessoal, ao registarem um peso de 21% em 2005 e 17% em 2009.

Em virtude dos financiamentos obtidos, verifica-se que os juros e gastos suportados pela empresa AA, Lda. são elevados, principalmente no ano de 2009. Assim sendo, assiste-se a um resultado líquido do período negativo a partir de 2007.

Quadro 43. Demonstração de Resultados da Empresa AA, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados	2.336.260,85	2.441.001,79	2.948.281,97	3.254.063,56	3.219.995,58
Variação nos inventários da produção	281.255,00	98.695,00	-354.310,90	31.537,80	187.336,10
Custo merc. Vendidas e mater. Consumidas	-1.422.609,22	-1.290.280,12	-1.484.324,86	-2.468.676,40	-2.405.480,12
Fornecimentos e serviços externos	-396.866,66	-409.328,67	-425.076,68	-454.309,11	-443.684,25
Gastos com o pessoal	-531.872,98	-561.010,44	-601.942,30	-578.717,75	-604.029,48
Outros rendimentos e ganhos	27.290,38	36.651,57	31.056,18	14.072,49	12.866,15
Outros gastos e perdas	-8.214,19	-24.246,64	-28.557,55	-24.124,05	-20.794,85
Resultados antes depreciações	285.243,18	291.482,49	85.125,86	-226.153,46	-53.790,87
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.	-212.690,12	-176.008,01	-152.521,98	-97.956,39	-79.793,34
Resultado operacional	72.553,06	115.474,48	-67.396,12	-324.109,85	-133.584,21
Juros e rendimentos similares obtidos	4.668,59	4.258,64	5.735,38	11.143,05	2.786,39
Juros e gastos similares suportados	-10.747,67	-9.091,69	-2.016,15	-4.396,38	-44.954,97
Resultados antes de impostos	66.473,98	110.641,43	-63.676,89	-317.363,18	-175.752,79
Imposto sobre o rendimento exercício	-21.254,00	-29.346,30	-2.162,35	-2.935,64	-3.319,42
Resultado líquido do período	45.219,98	81.295,13	-65.839,24	-320.298,82	-179.072,21

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

Com a elaboração da demonstração de resultados é possível extraírem-se elementos que permitem elaborar a demonstração de resultados pela **Teoria dos Gastos-Volume-Resultados (GVR)**, conforme consta do Anexo 2. Esta teoria tem por objetivo estudar a rendibilidade de exploração das empresas através da análise dos proveitos, dos custos de exploração e das relações entre si, em estreita e exclusiva ligação com o nível de atividade, podendo ser dividida em 2 partes. A primeira parte avalia o risco económico da empresa através do Ponto Crítico (PC), da Margem de Segurança (MS) e do Grau Económico de Alavanca (GEA). A segunda parte avalia o risco financeiro da empresa através do Grau Financeiro de Alavanca (GFA), do Grau Combinado de Alavanca (GCA) e do Ponto Morto Financeiro (PMF).

No caso da empresa AA, Lda. (Quadro 44), verifica-se que no período em análise, apenas no ano de 2007 se verifica um volume de atividade superior ao PC pelo que apenas nesse ano a atividade principal da empresa gerou lucro, sendo os anos de 2008 e 2009 os anos de maior prejuízo. Esta situação é confirmada pelos valores da MS que em todos os anos, à exceção de 2007, apresenta um

distanciamento negativo da sua atividade relativamente ao PC. Por exemplo, em 2009, a empresa deveria ter aumentado a sua atividade acima de 47% para poder ultrapassar o ponto de equilíbrio. Desta forma, o ponto crítico corresponde ao volume de atividade em que a empresa não tem lucro nem prejuízo, ou seja, a empresa apresenta resultados de exploração nulos.

Quadro 44. Aplicações GVR da Empresa AA, Lda., 2005-2009

Aplicações CVR	2005	2006	2007	2008	2009
Ponto Crítico	3.403.125,50	2.506.429,72	2.222.170,21	6.887.928,25	6.118.324,78
Margem de Segurança	-31,35%	-2,61%	32,68%	-52,76%	-47,37%
Grau Económico de Alavanca	11,38	7,59	-10,62	-1,16	-4,27
Grau Financeiro de Alavanca	1,09	1,04	1,06	1,02	0,76
Grau Combinado de Alavanca	12,42	7,92	-11,24	-1,19	-3,25
Ponto Morto Financeiro	3.451.713,14	2.536.363,68	2.227.891,93	6.931.138,91	6.508.677,05

Fonte: Elaboração própria.

Nestes termos, a empresa AA, Lda. encontra-se em risco económico, já que o seu PC é muito elevado, bem como a sua MS negativa. Também, o GEA ao indicar em que medida uma determinada variação no volume de atividade afeta o Resultado Operacional, traduz neste caso um grande impacto, pois quando não é negativo é muito elevado. Igualmente, em termos de risco financeiro se assiste a uma realidade preocupante, já que, face aos valores registados pelo PMF, apenas em 2007 é que os recebimentos são superiores aos pagamentos.

No que se refere à empresa LCB, Lda., a respetiva Demonstração de Resultados (Quadro 45) apresenta um volume de vendas e serviços prestados crescente, com uma ligeira quebra no ano de 2008, que se traduz num acréscimo de volume de atividade ao longo do período de 18,3%. Por sua vez, os custos de exploração são compostos pela rubrica de CMVMC, que apresenta valores elevados, quando comparados com as restantes rubricas de gastos operacionais.

Assim sendo, o resultado de exploração apresenta-se com uma tendência de melhoria crescente nos três primeiros anos, sendo que esta tendência começa a ser invertida em 2008. De referir que, o CMVMC representa ao longo dos anos em análise cerca de 80% do valor das vendas e serviços prestados e representa cerca de 77% na estrutura anual de custos da empresa. De forma residual, os FSE têm um peso anual constante na estrutura de gastos operacionais de 7%, enquanto os Gastos com o Pessoal aumentaram a sua contribuição para a estrutura de gastos operacionais da empresa, ao passarem de 7% em 2005 para 11% em 2009.

Quadro 45. Demonstração de Resultados da Empresa LCB, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados	2.538.417,36	2.921.842,44	3.520.596,58	2.977.679,99	3.002.268,38
Variação nos inventários da produção	164.286,73	207.608,83	266.857,97	36.700,00	169.887,88
Custo merc. Vendidas e mater. Consumidas	-2.044.582,96	-2.395.218,41	-2.792.636,90	-2.129.165,94	-2.349.974,91
Fornecimentos e serviços externos	-183.130,01	-222.581,19	-270.537,52	-238.977,69	-213.417,15
Gastos com o pessoal	-185.640,49	-230.749,50	-313.105,95	-301.633,02	-321.885,38
Outros proveitos e ganhos	150.545,10	130.522,05	0,00	16.200,00	833,33
Outros gastos e perdas	-23.969,29	-24.486,23	-19.883,76	-10.483,84	-17.758,22
Resultados antes depreciações	415.926,44	386.937,99	391.290,42	350.319,50	269.953,93
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.	-207.547,95	-183.784,56	-178.694,65	-164.784,12	-145.600,39
Resultado operacional	208.378,49	203.153,43	212.595,77	185.535,38	124.353,54
Juros e rendimentos similares obtidos	52,99	109,51	89,29	26,68	29,35
Juros e gastos similares suportados	-191.297,96	-171.744,69	-133.464,56	-105.733,57	-83.965,18
Resultado antes de imposto	17.133,52	31.518,25	79.220,50	79.828,49	40.417,71
Imposto sobre o rendimento do período	0,00	0,00	-10.024,82	-16.241,49	-9.814,73
Resultado líquido do período	17.133,52	31.518,25	69.195,68	63.587,00	30.602,98

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

Em consequência dos financiamentos, quer de curto prazo, quer de médio/longo prazo, os juros e gastos similares suportados, são elevados fazendo com que se reduza consideravelmente o resultado líquido do período, pese embora o mesmo ainda se mantenha em níveis positivos.

O Quadro 46 expõe as aplicações da teoria GVR da empresa LCB, Lda., sendo possível concluir que, à exceção do ano de 2008 em que o volume de negócios é superior ao PC, em todo o período de análise o volume de atividade da empresa é inferior ao PC, o que significa que a atividade principal da empresa gera prejuízo. Como consequência a MS nesses anos também é negativa, pelo que a empresa deveria ter aumentado a sua produção mais 31% em 2006 e mais 10% em 2009 para poder atingir o ponto de equilíbrio. No caso de 2008 e apesar das vendas e serviços prestados diminuírem, os gastos variáveis (CMVMC e FSE) diminuem mais que proporcionalmente ao volume de atividade, sendo que os gastos com o pessoal apenas representaram 10% da estrutura de gastos.

Quadro 46. Aplicações GVR da Empresa LCB, Lda., 2005-2009

Aplicações CVR	2005	2006	2007	2008	2009
Ponto Crítico	3.408.128,30	4.218.971,63	3.938.231,17	2.329.735,51	3.319.460,68
Margem de Segurança	-25,52%	-30,75%	-10,60%	27,81%	-9,56%
Grau Económico de Alavanca	3,00	3,16	3,41	3,57	4,90
Grau Financeiro de Alavanca	12,16	6,45	2,68	2,32	3,08
Grau Combinado de Alavanca	36,51	20,37	9,14	8,30	15,08
Ponto Morto Financeiro	4.971.009,54	5.869.432,87	4.965.454,85	2.846.260,46	3.893.850,31

Fonte: Elaboração própria.

À semelhança da empresa *AA, Lda.*, também a empresa *LCB, Lda.* enfrenta uma situação de risco económico, nomeadamente por o PC ser superior o volume de vendas e serviços prestados, por a MS e o GEA serem elevados. De igual modo, a empresa *LCB, Lda.*, tal como a empresa *AA, Lda.*, enfrenta uma situação de risco financeiro, em concreto, porque GFA é elevado, bem como os gastos financeiros e o PMF apenas em 2008 é inferior ao nível de vendas e serviços prestados.

Em seguida, o Quadro 47 apresenta a Demonstração de Resultados da empresa *QM, Lda.* no período 2005-2009. O seu volume de vendas é expressivo tendo em conta que a empresa *QM, Lda.* é a empresa mais pequena da amostra, apresentando valores de vendas e serviços prestados sempre crescentes, exceto nos dois últimos anos, sendo de destacar a variação nos inventários da produção negativa no ano de 2006. Ao nível dos custos de exploração, o CMVMC tem uma representação de cerca de 60% na estrutura anual de custos da empresa ao longo do período e representa aproximadamente 58% do valor das vendas e serviços prestados anualmente. Por sua vez, os FSE têm um peso na estrutura de gastos operacionais que varia entre os 20% em 2005 e os 18% em 2009, enquanto os Gastos com o Pessoal foram os que maior importância ganharam, ao passarem de um peso na estrutura de gastos de 11% em 2005 para 17% em 2009.

Quadro 47. Demonstração de Resultados da Empresa *QM, Lda.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados	966.934,79	1.221.107,31	1.381.998,20	1.076.521,36	1.012.068,05
Subsídios à exploração	16.584,89	33.586,23	5.553,84	7.292,79	7.547,45
Variação nos inventários da produção	7.280,00	-2.743,99	14.783,46	32.647,25	17.877,00
Custo merc. Vendidas e mater. Consumidas	-561.374,02	-712.296,72	-782.921,14	-632.357,96	-589.651,49
Fornecimentos e serviços externos	-181.979,72	-174.542,37	-176.962,09	-185.927,79	-187.611,85
Gastos com o pessoal	-98.082,83	-125.100,14	-146.594,35	-190.424,21	-171.907,65
Imparidade de dívidas a receber	0,00	-4.402,82	0,00	0,00	0,00
Outros rendimentos e ganhos	12.613,01	13.064,03	6.176,40	2.674,06	1.800,97
Outros gastos e perdas	-2.552,06	-4.362,24	-7.177,75	-16.769,21	-3.104,47
Resultados antes depreciações	159.424,06	244.309,29	294.856,57	93.656,29	87.018,01
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.	-62.046,19	-68.219,59	-70.787,82	-52.837,72	-62.014,87
Resultado operacional	97.377,87	176.089,70	224.068,75	40.818,57	25.003,14
Juros e rendimentos similares obtidos	397,70	208,21	107,72	441,74	263,40
Juros e gastos similares suportados	-9.428,83	-6.079,70	-4.308,97	-3.194,69	-5.898,94
Resultado antes de imposto	88.346,74	170.218,21	219.867,50	38.065,62	19.367,60
Imposto sobre o rendimento do período	-24.711,46	-41.846,04	-50.942,99	-10.477,28	-7.844,22
Resultado líquido do período	63.635,28	128.372,17	168.924,51	27.588,34	11.523,38

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

O Quadro 48 enuncia as aplicações da teoria GVR da empresa *QM, Lda.*, sendo a MS exageradamente elevada nos anos de 2005 a 2007, enquanto nos anos de 2008 e 2009 é ligeiramente negativa. No período de 2005-2007 o volume de atividade é expressivo tendo em

conta que a *QM, Lda.* é a empresa mais pequena da amostra e detêm as MS mais elevadas de todas as empresas em análise. No período de 2008-2009 as vendas e serviços prestados diminuem e os gastos fixos (Gastos com o Pessoal e Outros gastos) aumentam pelo que a MS passa para valores negativos.

Quadro 48. Aplicações GVR da empresa *QM, Lda.*, 2005-2009

Aplicações CVR	2005	2006	2007	2008	2009
Ponto Crítico	703.556,92	738.231,16	735.205,87	1.084.006,49	1.021.646,64
Margem de Segurança	37,44%	65,41%	87,97%	-0,69%	-0,94%
Grau Económico de Alavanca	2,67	2,15	2,00	7,37	10,48
Grau Financeiro de Alavanca	1,10	1,03	1,02	1,07	1,29
Grau Combinado de Alavanca	2,94	2,22	2,04	7,90	13,53
Ponto Morto Financeiro	744.334,37	760.440,76	749.313,38	1.097.324,37	1.047.072,57

Fonte: Elaboração própria.

O GEA ao aumentar significativamente em 2008 e 2009, aumenta com ele o risco económico, como disso já era sintoma a MS negativa e o aumento do PC. Em todos os anos da análise, o volume de atividade é superior ao ponto morto financeiro significando que o prazo médio de recebimento é superior ao prazo de pagamento.

O Quadro 49 expõe a Demonstração de Resultados da empresa *QT, SA.*, confirmando-se o volume de vendas consideravelmente elevado quando comparado com as restantes empresas da amostra, sendo sempre crescente ao longo do período de 2005-2009.

Quadro 49. Demonstração de Resultados da Empresa *QT, SA.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados	4.543.647,40	4.633.089,80	4.657.095,69	5.023.687,22	6.262.119,89
Subsídios à exploração	3.141,31	17.043,11	11.917,99	7.956,52	2.664,39
Variação nos inventários da produção	125.048,29	-55.141,37	10.335,08	66.658,73	178.690,63
Custo merc. Vendidas e mater. Consumidas	-3.109.639,88	-2.890.050,51	-2.882.534,77	-3.114.825,57	-4.220.132,72
Fornecimentos e serviços externos	-330.252,59	-371.389,41	-443.660,90	-476.794,84	-492.790,41
Custos com o pessoal	-328.296,73	-366.946,81	-420.557,86	-442.160,99	-462.446,91
Provisões	0,00	0,00	0,00	0,00	-150.000,00
Outros rendimentos e ganhos	66.054,01	90.803,30	62.631,79	28.975,25	106.069,59
Outros gastos e perdas	-495.099,20	-588.999,65	-545.415,37	-614.073,91	-808.861,73
Resultados antes depreciações	474.602,61	468.408,46	449.811,65	479.422,41	415.312,73
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.	-195.492,04	-182.912,25	-197.341,22	-182.124,48	-192.374,81
Resultado operacional	279.110,57	285.496,21	252.470,43	297.297,93	222.937,92
Juros e rendimentos similares obtidos	3.641,50	8.587,32	4.141,22	3.416,48	2.171,59
Juros e gastos similares suportados	-236.791,73	-258.353,25	-226.698,57	-254.948,86	-175.345,56
Resultado antes de imposto	45.960,34	35.730,28	29.913,08	45.765,55	49.763,95
Imposto sobre o rendimento do período	2.750,00	1.213,05	1.361,36	5.303,91	6.300,00
Resultado líquido do período	43.210,34	34.517,23	28.551,72	40.461,64	43.463,95

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

Na estrutura de gastos operacionais, o CMVMC varia entre 70% em 2005 e os 68% em 2008, enquanto o peso das restantes rubricas de gastos são mais homogéneas, nomeadamente: os FSE representam 7% na estrutura de gastos, pese embora em 2007 e 2008 tenham registado 10%; os Gastos com Pessoal representam os mesmos 7% na estrutura de gastos anuais; e os outros gastos e perdas que representaram 11% em 2005 e 13% em 2009.

No Quadro 50 apresentam-se as aplicações da teoria GVR da empresa *QT, SA.*, verificando-se que o volume de atividade é sempre superior ao PC encontrado, exceto no último ano em que se verifica uma situação de prejuízo. Esta posição é reforçada pela MS que apresenta um distanciamento positivo da atividade da empresa relativamente ao PC, contudo é de salientar que em 2009 a margem de segurança é negativa em 4%, porque apesar de o volume de atividade ser sempre crescente ao longo de 2005-2009, o CMVMC e FSE aumentam mais que proporcionalmente ao volume de atividade e os Gastos com o Pessoal e outros gastos também aumentam mais que proporcionalmente ao volume de atividade.

Quadro 50. Aplicações GVR da Empresa *QT, SA*, 2005-2009

Aplicações CVR	2005	2006	2007	2008	2009
Ponto Crítico	4.194.289,47	3.846.779,52	4.070.678,96	4.344.161,98	6.522.786,19
Margem de Segurança	8,33%	20,44%	14,41%	15,64%	-4,00%
Grau Económico de Alavanca	4,65	4,99	5,61	5,17	8,24
Grau Financeiro de Alavanca	6,07	7,99	8,44	6,50	4,48
Grau Combinado de Alavanca	28,24	39,86	47,33	33,55	36,91
Ponto Morto Financeiro	5.169.051,25	4.719.432,10	4.863.944,36	5.238.522,02	7.231.563,11

Fonte: Elaboração própria

Esta empresa apresenta um volume de vendas e serviços sempre inferior ao PMF o que evidencia que os recebimentos são inferiores aos pagamentos, evidenciando uma situação de risco financeiro, em paralelo com a situação de risco económico alertada pelos valores do GEA e pela MS e PC, principalmente em 2009.

Por último, o Quadro 51 traduz a Demonstração de Resultados da empresa *RG, Lda.*, a qual apresenta uma diminuição de vendas e serviços prestados de 2005 para 2007, recuperando em 2008. A variação dos inventários da produção é negativa em 2006 e 2008. Os proveitos de exploração são decrescentes no período 2005-2008 e crescente em 2009.

Quadro 51. Demonstração de Resultados da Empresa RG, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados	2.708.439,30	2.488.537,48	1.995.554,90	2.543.517,08	2.545.870,17
Varição nos inventários da produção	60.368,64	-124.800,81	282.158,61	-285.202,03	46.621,44
Custo merc. Vendida e mat. Consumidas	-1.812.513,05	-1.563.145,22	-1.478.561,00	-1.326.774,36	-1.778.894,72
Fornecimentos e serviços externos	-261.038,80	-339.194,45	-345.351,25	-344.560,97	-336.648,60
Gastos com o pessoal	-335.952,19	-337.723,19	-333.989,24	-306.633,91	-308.619,43
Outros rendimentos e ganhos	65.462,04	199.470,23	104.257,91	71.806,36	232.161,53
Outros gastos e perdas	-25.857,67	-20.984,98	-33.808,41	-17.815,27	-32.968,08
Resultados antes depreciações	398.908,27	302.159,06	190.261,52	334.336,90	367.522,31
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	-346.498,39	-234.207,21	-237.239,56	-226.814,54	-222.264,79
Resultado operacional	52.409,88	67.951,85	-46.978,04	107.522,36	145.257,52
Juros e rendimentos similares obtidos	255,85	1.954,45	749,51	1.356,34	8.010,23
Juros e gastos similares suportados	-60.526,71	-50.236,05	-54.543,49	-56.602,56	-71.875,43
Resultado antes de impostos	-7.860,98	19.670,25	-100.772,02	52.276,14	81.392,32
Imposto sobre o rendimento do período	-1.617,44	-6.717,98	-4.139,59	-6.740,35	-17.941,99
Resultado líquido do período	-9.478,42	12.952,27	-104.911,61	45.535,79	63.450,33

Fonte: Adaptado de IRN (2011).

Ao nível dos gastos de exploração, o peso do CMVMC na estrutura de gastos operacionais passou de 78% em 2005 para 69% em 2007, para recuperar progressivamente a partir de 2008, chegando a atingir os 86% no ano de 2009. Os FSE sofreram várias oscilações ao longo do período, tendo passado de um grau de importância de 11% em 2005 para 16% em 2009. Também os Gastos com Pessoal, pese embora as oscilações verificadas, quase voltaram aos valores iniciais de 14%. Não obstante, os gastos de exploração são inferiores aos rendimentos da mesma natureza o que determina um resultado de exploração positivo em todos os anos, à exceção do ano de 2007.

O Quadro 52 apresenta as aplicações da teoria GVR da empresa RG, Lda. no período 2005-2009. Neste período, à exceção do ano de 2008, o volume de atividade foi inferior ao PC, ou seja, nestes anos a atividade principal da empresa não gerou lucro, apenas no ano de 2008 esta situação foi invertida.

Quadro 52. Aplicações GVR da Empresa RG, Lda., 2005-2009

Aplicações CVR	2005	2006	2007	2008	2009
Ponto Crítico	3.021.653,52	2.517.055,03	7.034.294,62	1.607.633,60	3.335.824,27
Margem de Segurança	-10,37%	-1,13%	-71,63%	58,21%	-23,68%
Grau Económico de Alavanca	14,51	9,73	-11,88	6,13	4,88
Grau Financeiro de Alavanca	-6,67	3,45	0,47	2,06	1,78
Grau Combinado de Alavanca	-96,77	33,60	-5,54	12,60	8,71
Ponto Morto Financeiro	3.279.861,37	2.730.318,01	7.668.429,13	1.772.701,92	3.761.048,76

Fonte: Elaboração própria

A acompanhar a tendência do PC está a MS, sendo o ano de 2007 o pior de todos, pois o afastamento relativo da atividade em relação ao PC é -72%, verificando-se também nesse ano que as vendas e serviços prestados diminuíram 20% e os gastos fixos aumentaram. Apenas no ano de 2008 a atividade a empresa *RG, Lda.* gerou lucro, sendo a MS positiva já que as vendas e serviços prestados aumentaram, aproximadamente 27% e os gastos variáveis diminuíram aproximadamente 10% e os gastos fixos também diminuíram.

Ao analisar o PMF verifica-se que os pagamentos são superiores aos recebimentos exceto no ano de 2008 em que o volume de atividade é superior ao PMF, pelo que a situação de risco, quer económico, quer financeiro continua a ser uma realidade também para esta empresa.

Após o cruzamento da informação do Balanço e da Demonstração de Resultados, importa analisar a Demonstração de Fluxos de Caixa das empresas em estudo, evidenciando os pagamentos e recebimentos, classificados por atividades operacionais, de investimento e de financiamento (MFAP, 2009e), já que apresenta informação acerca dos influxos e dos exfluxos de caixa e seus equivalentes durante um período (Costa e Alves, 2013).

4.4. Análise da Demonstração de Fluxos de Caixa

A capacidade da empresa em cumprir com as suas obrigações nas datas de vencimento e sustentar o seu crescimento depende do nível adequado de liquidez e dos fluxos de caixa em continuidade (Neves, 2004). Assim, o objetivo principal da **Demonstração de Fluxos de Caixa** (DFC) é o de:

“proporcionar informação sobre os recebimentos e os pagamentos de uma empresa , ocorridos durante um determinado período de tempo” (Caiado e Gil, 2004: 29).

No quadro 53 apresenta-se a DFC da empresa *AA, Lda.*, constatando-se que a atividade operacional da empresa é positiva e crescente em 2006 e 2007 enquanto no ano de 2008 e 2009 é decrescente. Este agravamento da situação operacional pode justificar-se em certa medida pelo peso que o CMVMC tem na estrutura de gastos operacionais a partir de 2008.

Quanto à atividade de investimento da empresa *AA, Lda.*, o fluxo gerado por esta atividade é negativo, por via dos pagamentos superiores aos recebimentos, mas bastante diminuto, uma vez que os investimentos realizados em ativos fixos tangíveis são muito reduzidos. No que se refere à

atividade de financiamento verifica-se a amortização do empréstimo bancário de médio/longo prazo em 2006 para em 2008 e 2009 contrair novos empréstimos bancários de curto prazo por montantes mais elevados, levando ao agravamento dos juros suportados.

Quadro 53. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa AA, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2006	2007	2008	2009
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. OPERACIONAIS				
Recebimentos de clientes	2.490.714,02	2.797.264,63	3.268.301,76	3.417.755,83
Pagamentos a fornecedores	-1.728.342,95	-1.737.303,87	-2.847.752,98	-2.847.200,19
Pagamentos ao pessoal	-561.010,44	-601.942,30	-578.717,75	-604.029,48
Caixa gerada pelas operações	201.360,63	458.018,46	-158.168,97	-33.473,84
Pagamento / recebimento do imposto sobre o rendimento	-29.346,30	-2.162,35	-2.935,64	-3.319,42
Outros recebimentos / pagamentos	-33.960,87	-23.895,14	99.430,79	-403.553,42
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	138.053,46	431.960,97	-61.673,82	-440.346,68
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de INVESTIMENTO				
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	-47.266,39	-92.202,90	-45.345,69	-51.085,83
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis				417,19
Ativos intangíveis				192,54
Juros e rendimentos similares	4.258,64	5.735,38	11.143,05	2.786,39
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	-43.007,75	-86.467,52	-34.202,64	-47.689,71
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de FINANCIAMENTO				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos			300.000,00	195.000,00
Cobertura de prejuízos				64.440,35
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	-300.000,00			
Juros e gastos similares	-9.091,69	-2.016,15	-4.396,38	-44.954,97
Fluxos de caixa das atividade de financiamento (3)	-309.091,69	-2.016,15	295.603,62	214.485,38
Varição de caixa e seus equivalentes (1)+(2)+(3)	-214.045,98	343.477,30	199.727,16	-273.551,01
Caixa e seus equivalentes no início do período	499.455,44	285.409,46	628.886,76	828.613,92
Caixa e seus equivalentes no fim do período	285.409,46	628.886,76	828.613,92	555.062,91

Fonte: Elaboração própria.

Da globalidade dos três fluxos de caixa das atividades desenvolvidas pela empresa AA, Lda., resultou um fluxo de caixa negativo em 2006 e 2009 em consequência direta das atividades de financiamento em 2006 e operacionais em 2009, sendo nesse tipo de atividades que a empresa deve concentrar as suas decisões operacionais e estratégicas.

O Quadro 54 expõe a DFC da empresa LCB, Lda. observando-se que a atividade operacional da empresa é negativa nos dois primeiros anos e positiva nos anos seguintes. Este melhoramento da situação operacional pode justificar-se pela diminuição do peso do CMVMC na estrutura de gastos operacionais e pelo valor residual dos Gastos com Pessoal (7%).

Quadro 54. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa LCB, Lda., 2005-2009

10 ³ EUR	2006	2007	2008	2009
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. OPERACIONAIS				
Recebimentos de clientes	2.706.113,94	3.281.817,12	3.082.959,83	3.077.178,15
Pagamentos a fornecedores	-2.346.434,52	-2.956.545,90	-2.513.018,49	-2.377.700,00
Pagamentos ao pessoal	-230.749,50	-313.105,95	-301.633,02	-321.885,38
Caixa gerada pelas operações	128.929,92	12.165,27	268.308,32	377.592,77
Pagamento / recebimento do imposto sobre o rendimento	0,00	-10.024,82	-16.241,49	-9.814,73
Outros recebimentos / pagamentos	-153.424,61	-42.735,49	192.202,26	-183.602,66
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	-24.494,69	-40.595,04	444.269,09	184.175,38
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de INVESTIMENTO				
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	-8.136,68	-46.936,66	-8.951,96	-22.454,15
Ativos intangíveis	-3.857,44	-2.262,00		
Investimentos financeiros				-1.500,00
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis			0,00	485,00
Juros e rendimentos similares	109,51	89,29	26,68	29,35
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	-11.884,61	-49.109,37	-8.925,28	-23.439,80
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de FINANCIAMENTO				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos	444.138,43	182.652,00	198.517,66	482.275,09
Realizações de capital e de outros inst. de capital próprio	215.500,00			
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	-396.579,77		-566.830,99	-535.152,88
Juros e gastos similares	-171.744,69	-133.464,56	-105.733,57	-83.965,18
Fluxos de caixa das atividade de financiamento (3)	91.313,97	49.187,44	-474.046,90	-136.842,97
Variação de caixa e seus equivalentes (1)+(2)+(3)	54.934,67	-40.516,97	-38.703,09	23.892,61
Caixa e seus equivalentes no início do período	51.937,89	106.872,56	66.355,59	27.652,50
Caixa e seus equivalentes no fim do período	106.872,56	66.355,59	27.652,50	51.545,11

Fonte: Elaboração própria.

No que respeita à atividade de investimento da empresa *LCB, Lda.*, o fluxo de caixa gerado por esta atividade é negativo em todos os anos, por via dos pagamentos superiores aos recebimentos, já que não se registam alienações, mas sim algumas aquisições de ativos fixos tangíveis e intangíveis, embora de reduzido valor. Relativamente à atividade de financiamento verifica-se a amortização progressiva dos empréstimos bancários de curto prazo, por transformação em empréstimos de médio/longo prazo, obrigando ao pagamento dos consequentes juros.

No global dos três fluxos de caixa das atividades desenvolvidas pela empresa *LCB, Lda.*, resultou um fluxo de caixa negativo nos anos intermédios de 2007 e 2008 em consequência direta das atividades operacionais em 2007 e de financiamento em 2008, sendo nesse tipo de atividades que a empresa deve concentrar as suas decisões operacionais e estratégicas.

O Quadro 55 apresenta a DFC da empresa *QM, Lda.*, constatando-se que a atividade operacional da empresa é negativa apenas em 2008. Esta realidade pode justificar-se no equilíbrio existente na distribuição dos gastos anuais, já que o CMVMC representa 60% da estrutura de gastos operacionais, muito abaixo do valor registado nas outras empresas da amostra.

Quadro 55. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa *QM, Lda.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2006	2007	2008	2009
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. OPERACIONAIS				
Recebimentos de clientes	1.141.838,38	1.227.322,89	1.109.096,37	1.005.012,41
Pagamentos a fornecedores	-792.047,10	-946.157,41	-906.316,59	-776.383,40
Pagamentos ao pessoal	-125.100,14	-146.594,35	-190.424,21	-171.907,65
Caixa gerada pelas operações	224.691,14	134.571,13	12.355,57	56.721,36
Pagamento / recebimento do imposto sobre o rendimento	-41.846,04	-50.942,99	-10.477,28	-7.844,22
Outros recebimentos / pagamentos	-14.056,25	37.226,88	-81.821,56	13.152,13
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	168.788,85	120.855,02	-79.943,27	62.029,27
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de INVESTIMENTO				
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	-26.772,59	-71.023,78	-30.534,02	-72.392,57
Ativos intangíveis	-11.674,55	-30.113,53		
Investimentos financeiros			-38,40	
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis		1.033,06		0,00
Ativos intangíveis				0,00
Juros e rendimentos similares	208,21	107,72	441,74	263,40
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	-38.238,93	-99.996,53	-30.130,68	-72.129,17
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de FINANCIAMENTO				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos			39.404,16	75.686,29
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	-67.239,76	-1.025,65		
Juros e gastos similares	-6.079,70	-4.308,97	-3.194,69	-5.898,94
Fluxos de caixa das atividades de financiamento (3)	-73.319,46	-5.334,62	36.209,47	69.787,35
Variação de caixa e seus equivalentes (1)+(2)+(3)	57.230,46	15.523,87	-73.864,48	59.687,45
Caixa e seus equivalentes no início do período	24.478,30	81.708,76	97.232,63	23.368,15
Caixa e seus equivalentes no fim do período	81.708,76	97.232,63	23.368,15	83.055,60

Fonte: Elaboração própria.

No que se refere à atividade de investimento da empresa *QM, Lda.*, à semelhança das restantes empresas da amostra, o fluxo de caixa gerado por esta atividade é negativo em todos os anos, por via dos pagamentos superiores aos recebimentos, já que apenas em 2007 se registou uma alienação de pequeno montante, tendo-se registado algumas aquisições de ativos fixos tangíveis e intangíveis. Relativamente à atividade de financiamento verifica-se que, nos anos em que não se amortizam empréstimos bancários, contraem-se novos empréstimos, sendo eles de curto prazo, detonando uma preocupação em os amortizar rapidamente.

No global dos três fluxos de caixa das atividades desenvolvidas pela empresa *LCB, Lda.*, resultou um fluxo de caixa negativo apenas em 2008 por via da atividade operacional nesse ano, pelo que importa, uma vez mais, considerar esse tipo de atividade aquando da tomada de decisões operacionais e estratégicas.

O Quadro 56 apresenta a DFC da empresa *QT, SA.*, concluindo-se que esta empresa é a única a apresentar um fluxo de caixa da atividade operacional positivo ao longo do período 2005-2009, indicando algum equilíbrio operacional.

Quadro 56. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa *QT, SA*, 2005-2009

10 ³ EUR	2006	2007	2008	2009
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. OPERACIONAIS				
Recebimentos de clientes	4.550.815,46	4.774.088,88	4.870.016,35	5.444.835,68
Pagamentos a fornecedores	-3.408.485,45	-3.238.380,01	-3.634.719,50	-4.452.647,19
Pagamentos ao pessoal	-366.946,81	-420.557,86	-442.160,99	-462.446,91
Caixa gerada pelas operações	775.383,20	1.115.151,01	793.135,86	529.741,58
Pagamento / recebimento do imposto sobre o rendimento	-1.213,05	-1.361,36	-5.303,91	-6.300,00
Outros recebimentos / pagamentos	-537.430,41	-857.689,61	-573.967,08	-492.195,74
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	236.739,74	256.100,04	213.864,87	31.245,84
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de INVESTIMENTO				
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	-25.978,71	-121.040,74	-219.547,17	-186.065,98
Ativos intangíveis				-12.600,02
Outros ativos	-87.860,48			
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis				18.625,00
Juros e rendimentos similares	8.587,32	4.141,22	3.416,48	2.171,59
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	-105.251,87	-116.899,52	-216.130,69	-177.869,41
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de FINANCIAMENTO				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos	605.919,90	1.319.904,19	1.361.189,25	382.053,33
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	-474.812,82	-1.291.214,65	-1.081.841,86	-23.562,85
Juros e gastos similares	-258.353,25	-226.698,57	-254.948,86	-175.345,56
Dividendos	-30.254,65			-46.422,00
Fluxos de caixa das atividade de financiamento (3)	-157.500,82	-198.009,03	24.398,53	136.722,92
Variação de caixa e seus equivalentes (1)+(2)+(3)	-26.012,95	-58.808,51	22.132,71	-9.900,65
Caixa e seus equivalentes no início do período	216.492,60	190.479,65	131.671,14	153.803,87
Caixa e seus equivalentes no fim do período	190.479,65	131.671,14	153.803,87	143.903,24

Fonte: Elaboração própria

Quanto à atividade de investimento da empresa *QT, SA*, o fluxo gerado por esta atividade é negativo, por via dos pagamentos superiores aos recebimentos, uma vez que os investimentos realizados em ativos fixos tangíveis foram significativos. No que se refere à atividade de financiamento verifica-se a amortização dos empréstimos bancários em todos os anos em estudo,

bem como a obtenção de novos empréstimos bancários, quer de curto prazo, quer de médio/longo prazo, levando ao agravamento dos juros suportados, os quais evidenciam montantes bastantes elevados. De assinalar que, a empresa *QT, SA* foi a única empresa da amostra a distribuir dividendos no período em referência, especificamente em 2006 e 2009.

No global dos três fluxos de caixa das atividades desenvolvidas pela empresa *QT, SA*, apenas em 2008 resultou um fluxo de caixa positivo em consequência direta das atividades desenvolvidas, como seria lógico, a nível operacional.

O Quadro 57 apresenta a DFC da empresa *RG, Lda.*, verificando-se, à semelhança da empresa *AA, Lda.*, que a atividade operacional é positiva em 2006 e 2007, enquanto nos anos de 2008 e 2009 é negativa, por via do peso que o CMVMC tem na estrutura de gastos operacionais a partir de 2008.

Quadro 57. Demonstração de Fluxos de Caixa da Empresa *RG, Lda.*, 2005-2009

10 ³ EUR	2006	2007	2008	2009
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. OPERACIONAIS				
Recebimentos de clientes	2.634.417,58	2.075.022,28	2.388.725,49	2.476.784,87
Pagamentos a fornecedores	-1.971.426,10	-1.817.635,49	-1.697.373,62	-2.091.405,92
Pagamentos ao pessoal	-337.723,19	-333.989,24	-306.633,91	-308.619,43
Caixa gerada pelas operações	325.268,29	-76.602,45	384.717,96	76.759,52
Pagamento / recebimento do imposto sobre o rendimento	-6.717,98	-4.139,59	-6.740,35	-17.941,99
Outros recebimentos / pagamentos	88.965,84	84.804,32	-460.666,71	-94.928,08
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	407.516,15	4.062,28	-82.689,10	-36.110,55
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de INVESTIMENTO				
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis		-89.769,53	-13.341,93	-25.618,31
Ativos intangíveis	-8.916,80	-8.906,68		
Investimentos financeiros				-750,00
Recebimentos provenientes de:				
Ativos intangíveis	37.736,68		10.496,14	
Juros e rendimentos similares	1.954,45	749,51	1.356,34	8.010,23
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	30.774,33	-97.926,70	-1.489,45	-18.358,08
FLUXOS DE CAIXA DAS ACT. de FINANCIAMENTO				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos	164.713,21	104.191,05	374.516,28	728.458,98
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	-475.671,95	-139.229,49	-207.690,73	
Juros e gastos similares	-50.236,05	-54.543,49	-56.602,56	-71.875,43
Fluxos de caixa das atividade de financiamento (3)	-361.194,79	-89.581,93	110.222,99	656.583,55
Variação de caixa e seus equivalentes (1)+(2)+(3)	77.095,69	-183.446,35	26.044,44	602.114,92
Caixa e seus equivalentes no início do período	282.997,09	360.092,78	176.646,43	202.690,87
Caixa e seus equivalentes no fim do período	360.092,78	176.646,43	202.690,87	804.805,80

Fonte: Elaboração própria

Por sua vez, o fluxo gerado pela atividade de investimento da empresa *RG, Lda* é positivo em 2006, por via da alienação de ativos intangíveis nesse ano, para a partir de 2007 se registarem fluxos gerados por esse tipo de atividade negativos. No que se refere à atividade de financiamento verifica-se que o fluxo gerado por essa atividade é negativo em 2006-2007 e positivo nos anos seguintes, tendo a empresa amortizado em 2009 totalmente o empréstimo bancário de curto prazo ou transformado o mesmo em financiamento de médio/longo prazo, com o consequente aumento dos juros suportados.

Na globalidade dos três fluxos de caixa das atividades desenvolvidas pela empresa *RG, Lda.*, resultou um fluxo de caixa negativo em 2007 em consequência direta das atividades de investimento e de financiamento, sendo nesse tipo de atividades que a empresa deve concentrar as suas decisões operacionais e estratégicas. No ano de 2009, importa salientar o valor consideravelmente elevado do fluxo de caixa gerado, nomeadamente por via do recebimento proveniente do financiamento obtido nesse ano.

4.5. Considerações Finais

Após se terem apresentado as demonstrações financeiras que dão origem à análise económica e financeira e de se proceder à sua interpretação, caso a caso, são vastas as considerações finais que se podem tecer ao conjunto de empresas alvo deste estudo empírico. Assim, através de uma atitude dinâmica, evolutiva e ajustada aos impulsos dados pela envolvente socioeconómica do setor dos laticínios em Portugal, em geral, e das empresas da região da Serra da Estrela, em particular, é possível concluir que estas empresas são fonte inegável de novos empregos, de geração de rendimentos e de divulgação das localidades onde se situam. Contudo, todas elas atravessam uma fase de dificuldades económicas e financeiras. Genericamente, as oscilações ocorridas em cada empresa, acontecem sempre no mesmo ano, podendo concluir-se que se existe uma dificuldade, o problema não é apenas de uma empresa em particular mas sim do conjunto de empresas em referência, ou seja, poderá ser uma dificuldade sentida pelo setor dos laticínios no seu todo.

Por exemplo, a empresa *AA, Lda.* apresenta uma TL excedentária nos anos em análise, muito embora cada vez menos excedentária, sendo necessário no curto prazo recorrer ao empréstimo bancário, tendo as dívidas a instituições de crédito aumentado significativamente em 2008 e 2009. Na tentativa de criar liquidez a empresa, pressiona os seus clientes para pagarem mais cedo e dilata

os prazos de pagamento aos seus fornecedores. A empresa está a trabalhar abaixo da sua capacidade de produção, pelo que em todos os anos da análise a empresa deveria ter aumentado a sua atividade entre 30 a 50% para atingir o PC. O autofinanciamento e a capacidade de autofinanciamento diminuíram de 2006 para 2007 e nos dois anos subsequentes é negativo, o que indica que a empresa não gera, por si própria meios suficientes para se manter.

A empresa *LCB, Lda.* apresenta uma TL negativa, ou seja, a empresa não dispõe de fundos para fazer face às suas exigibilidades de curto prazo, exceto no ano de 2009 que se verifica o inverso da situação descrita, ou seja, o FM é superior às NFM, significando que existe equilíbrio financeiro e a TL é positiva, contudo também apresenta dívidas a instituições de crédito no médio/longo prazo. A atividade principal da empresa gera prejuízo, significando que a empresa deveria ter aumentado a sua produção entre 7 a 25% para atingir o PC e passar a ter lucro. O prazo medio de recebimentos é crescente, a empresa está a receber os créditos de clientes mais tarde, por sua vez o prazo medio de pagamentos tende a aumentar, o que significa que a empresa tem dificuldades em efetuar os pagamentos aos seus fornecedores, pois também esta empresa se depara com problemas de liquidez. O autofinanciamento e capacidade de autofinanciamento encontram-se em decrescimento nos dois últimos anos, o que requer atenção por parte da empresa, pois significa que está a perder capacidade de gerar o seu próprio autofinanciamento.

A empresa *QM, Lda.* apresenta uma TL negativa em 2005, 2007, 2008 e 2009 o que evidencia a dificuldade de os capitais permanentes disponíveis cobrirem as NFM da empresa, pelo que o recurso ao financiamento bancário é inevitável. A TL em 2006 é positiva pelo que se pode considerar que a empresa neste ano apresenta uma estrutura financeira estável. Esta empresa apresenta dívidas a instituições de crédito de curto prazo o que pode ser preocupante. A atividade desta empresa gera lucro em todos os anos da análise exceto no ano de 2009, neste ano a empresa necessitava de ter produzido mais 86% para atingir o ponto crítico, ponto este no qual a empresa não apresenta lucro nem prejuízo. O prazo médio de recebimentos é superior ao prazo medio de pagamentos. Ao nível da autonomia financeira, verifica-se que apresenta um valor baixo o que para a empresa é desvantajoso se pretender negociar novos financiamentos.

A empresa *QT, SA.* apresenta uma TL negativa, logo deficitária, ao longo dos cinco anos de análise. Esta empresa recorre frequentemente a instituições de crédito e a outros empréstimos, quer no médio/longo prazo, quer no curto prazo. As dívidas a instituições de crédito de curto prazo quando comparadas com as de médio/longo prazo, verifica-se que são superiores, o que significa que é uma dívida recente. A atividade da empresa gerou lucro nos quatro anos a que se refere a

análise, exceto no último ano em que se verifica uma situação de prejuízo e a sua MS é negativa em 2,88%. O prazo médio de recebimentos apresenta pouca oscilação durante o período em análise, sendo este prazo superior ao prazo médio de pagamentos. A autonomia financeira apresenta valores baixos, determinando a dependência da empresa a capitais alheios. Por sua vez, a solvabilidade apresenta valores baixos o que se traduz em capitais próprios inferiores ao passivo, refletindo que os capitais próprios não são suficientes para cobrir as dívidas a terceiros.

A empresa *RG, Lda.* apresenta problemas de tesouraria em 2005 e 2007, ou seja, a TL é negativa nestes dois, em 2006, 2007 e 2009 o FM é maior que as NFM, logo a TL é positiva e excedentária. A empresa apresenta dívidas a instituições de crédito de longo prazo, sendo o valor de 2009 o mais elevado, as dívidas de curto prazo foram liquidadas. A atividade principal da empresa não gerou lucro e a margem de segurança, também é negativa nos anos de 2005, 2006, 2007 e 2009, sendo o ano de 2007 o pior de todos, pois o afastamento relativo da atividade em relação ao ponto crítico é 72%, apenas no ano de 2008 esta situação foi invertida e a empresa gerou lucro. O prazo médio de pagamento é substancialmente inferior ao prazo médio de recebimentos. A autonomia financeira da empresa situa-se nos 60%, o que indica dependência em relação aos credores.

Avaliação das Empresas do Setor dos Laticínios

5.1. Enquadramento

Na continuidade da análise empírica, este capítulo pretende concretizar o objetivo principal do Projeto Aplicado ao propor-se avaliar as empresas de laticínios na região do Interior de Portugal, mais concretamente as empresas produtoras de queijo da Serra da Estrela. Desta forma, à luz da realidade nacional do setor dos laticínios e da sua estrutura de mercado em Portugal, em geral, e na região da Serra da Estrela, em particular, esta investigação centra-se na análise e aplicação da metodologia de avaliação de empresas e respetivos pressupostos para empresas sem mercado ativo de transação ilustrados na literatura, entre outros investigadores, por Fernández (2001), Rojo (2007) e Rocha (2010), constantes no capítulo 2 e cuja implementação se baseia fundamentalmente no modelo de *free cash-flow*.

Se, por um lado, se reconhece que a estratégia económica e financeira da empresa é determinante para o seu sucesso e desenvolvimento económico, sem o qual não seria possível à mesma atingir o seu desempenho sustentado. Por outro lado, constata-se que o valor da empresa é centrado em modelos de valor, com equilíbrio entre o valor que um potencial comprador lhe atribui e o valor que o vendedor deseja receber. De uma forma mais precisa, o valor de uma empresa pode ser calculado através dos modelos de avaliação de empresas baseados no *free cash-flow* que foram trabalhados no capítulo 2 mas que, muitas vezes, evidenciam o estrito cumprimento dos normativos e regulamentos contabilísticos e fiscais, esquecendo-se o real objetivo das mesmas, ou seja, a promoção de um sistema de informação que permita aos seus gestores a construção de uma estratégia empresarial assente num quadro de sustentabilidade.

Assim, após a apresentação da metodologia e do desenho da investigação desenvolvida (ponto 5.2), desenvolve-se, numa primeira fase, uma análise económica e financeira das empresas de laticínios da região da Serra da Estrela (ponto 5.3), com especificação da análise do desempenho e da solidez financeira. Com estas análises de base histórica procura-se sustentar as análises anteriormente realizadas, bem como as consequências da diminuição do número de efetivo de ovinos e da quebra da produção de leite, acompanhada pela internacionalização da economia, na medida em que as empresas têm vindo a ser confrontadas com clientes cada vez mais exigentes e com empresas

multinacionais que apresentam preços agressivamente mais baixos e redes de distribuição mais fortes.

Numa segunda fase, desenvolve-se a avaliação das referidas empresas (ponto 5.4), seguindo os pressupostos já explicitados, culminando com uma análise fatorial que identifica e proporciona novas oportunidades para as empresas referidas. Por último, no ponto 5.5 sintetiza-se a análise realizada nos pontos anteriores, já que para as empresas de uma forma geral, esta avaliação identifica desafios específicos para sobreviver e prosperar face à concorrência das grandes empresas, com mais recursos, experiência, técnicas e capital.

5.2. Metodologia e Desenho da Investigação

A metodologia seguida para cumprimento dos objetivos propostos consiste no estudo de casos longitudinais, no período 2005-2009, centrados numa análise empírica exploratória dos documentos de prestação de contas das empresas de laticínios da região da Serra da Estrela (IRN, 2011). Como anteriormente se indicou, o ano de 2009 justifica-se por ser o exercício económico mais recente com dados disponíveis e definitivos, aquando do início desta investigação, enquanto o ano de 2005 satisfaz o requisito de recolha de informação para um período de, segundo Martins (2007), idealmente, 5 anos para poder fazer a análise da evolução da empresa.

Segundo Damodaran (2013), Fernández (2008), Matos (2009), Neves (2002) e Rojo (2007), o modelo a desenvolver nesta investigação para avaliar as empresas do setor de laticínios da região da Serra da Estrela deve permitir avaliar as mesmas pelas suas especificidades e não, simplesmente, pela avaliação segundo os modelos propostos. Assim, a construção, a promoção e teste de todos os modelos propostos no capítulo 2, muito desenvolvidos e utilizados na prática como ferramentas eficazes para delinear uma avaliação de empresas, enfrentou dificuldades ao nível da obtenção de variáveis particulares, por não se encontrarem disponíveis, nem sistematizadas, em qualquer uma das entidades, por exemplo o valor de mercado das quotas ou ações das empresas do setor de laticínios.

Deste modo, a referida problemática constituiu uma limitação, na medida em que, ao pretender avaliar as empresas de modo comparativo, pôde advir daí a perceção da estratégia seguida por cada uma das empresas. Assim, o desenho da investigação foi concretizado como uma primeira etapa

metodológica, onde foi apresentada uma análise económica e financeira, exploratória, univariante e longitudinal, de informação histórica de cada um das cinco empresas em estudo.

Esta análise económica e financeira da primeira etapa irá ser suportada, numa segunda etapa desta investigação, dada a realidade económica e financeira complexa, que implica fomentar uma investigação de complementaridade. Segundo Fernández (2001), Rojo (2007) e Rocha (2010) será promovida a metodologia de determinação do valor da empresa baseada no modelo de *free cash-flow* já explicado no capítulo 2.

Após, a compreensão, quer ao nível do desempenho, quer ao nível da solidez financeira, de cada uma das empresas do setor de laticínios, será implementada uma terceira etapa que corresponde a uma análise estatística multivariante. Assim, através de uma análise fatorial serão simuladas um conjunto de hipóteses para a totalidade das variáveis originais, com base nos valores históricos, de modo a permitir reduzir as mesmas, sem perda de informação e, ao mesmo tempo, será possível estruturar uma evolução que permite identificar nas empresas em referência as tendências negativas, adotando uma postura mais responsável de gestão das mesmas, dado que podem ser corrigidas, bem como perspetivar um futuro mais sustentável para todas.

Face ao exposto, com o desenho da investigação, reforça-se o papel das empresas do setor de laticínios no mercado, já que uma vez aceite o valor das mesmas e ajustadas as tendências negativas de evolução, e face à exigência de uma maior transparência nos negócios, será reforçado o seu papel, tanto no plano do desenvolvimento local, como no plano da modernização económica.

5.3. Análise Económica e Financeira

Na continuidade do capítulo anterior, procura-se de seguida, através da análise económica e financeira das empresas de laticínios da região da Serra da Estrela, perceber as consequências da diminuição do número de efetivo de ovinos e da quebra da produção de leite, acompanhada pela internacionalização da economia, na medida em que as empresas têm vindo a ser confrontadas com clientes cada vez mais exigentes e com empresas multinacionais que apresentam preços agressivamente mais baixos e redes de distribuição mais fortes.

Neste sentido recorre-se à relação de quociente entre duas grandezas correlacionadas e típicas de uma determinada situação, atividade ou rendimento (potencial ou efetivo), de uma empresa (real ou

ideal) ou de uma média de empresas, neste caso às empresas de laticínios da região da Serra da Estrela, para as avaliar, por um lado, em termos do seu desempenho, ou seja, do nível de atividade, produtividade e rendibilidade de cada uma delas, e por outro lado, em termos da sua solidez financeira, ou seja, do nível de liquidez, estrutura financeira e financiamento das mesmas. Para tal, recorre-se aos rácios propostos na literatura por Cohen (1996), Damodaran (2002), Holthausen e Watts (2001), Kothari (2001) e Luehrman (2005).

➤ **Análise de Desempenho**

O Quadro 58 exhibe os rácios de atividade, de produtividade e de rendibilidade da empresa AA, *Lda.* no período 2005-2009, confirmando-se a tendência crescente dos indicadores de atividade já anteriormente comentada aquando da Demonstração de Resultados.

Quadro 58. Rácios de Desempenho da Empresa AA, *Lda.*, 2005-2009

		2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Atividade (dias)						
Prazo Médio de Armazenagem		n.d.	126,57	80,75	22,12	38,51
Prazo Médio de Recebimentos		n.d.	81,75	74,00	75,64	65,71
Prazo Médio de Pagamentos		n.d.	13,91	25,50	31,00	36,57
Ciclo de Caixa		n.d.	194,41	129,25	66,76	67,65
Rotação inventários		n.d.	2,88	4,52	16,50	9,48
Indicadores de Atividade (€)						
Volume de Negócios (VN)		2.336.260,85	2.441.001,79	2.948.281,97	3.254.063,56	3.219.995,58
Valor Acrescentado Bruto (VAB)		509.391,95	737.690,49	1.029.537	323.362,65	356.090
Valor Acrescentado Líquido (VAL)		296.701,83	561.682,48	877.015	225.406,26	276.297
Rácios de Produtividade						
Meios Económicos	Ativo	0,81	0,97	1,14	1,19	1,33
	Ativo Fixo	1,83	2,13	2,71	3,14	3,20
Fatores de Produção	Inventários	1,64	1,89	1,99	1,32	1,34
	Mão-de-Obra	4,39	4,35	4,90	5,62	5,33
Rácios de Rendibilidade (%)						
Comercial	Operativa do VN	1,97%	4,07%	-2,69%	-9,89%	-4,36%
	Liquida VN	1,94%	3,33%	-2,23%	-9,84%	-5,56%
Económica	Económica do Ativo	2,51%	4,61%	-2,60%	-11,86%	-5,51%
	Liquida Ativo	1,57%	3,24%	-2,54%	-11,72%	-7,38%
Financeira		2,62%	4,50%	-3,78%	-22,55%	-13,71%

Fonte: Elaboração própria.

O Quadro 58 evidencia que o PMR da empresa AA, *Lda.* não é constante ao longo dos anos, oscilando entre os 82 dias em 2006 e os 66 dias em 2009, pelo que a empresa pressiona os seus clientes para pagarem cada vez mais cedo, pois como se verificou anteriormente a tesouraria líquida da empresa no ano de 2009 é negativa. No entanto, o PMP varia entre os 14 dias em 2006 e

os 36 dias em 2009, isto é, a empresa está a dilatar os prazos de pagamento aos seus fornecedores, o que uma vez mais evidencia os problemas de liquidez com que a empresa se depara.

O PMA diminui no período 2006-2008, significando que os inventários neste período permanecem cada vez menos tempo em armazém, relativamente ao ano anterior. No ano de 2009 verificou-se o aumento deste prazo e consequentemente uma menor rotação dos inventários.

O ciclo de caixa representa o tempo decorrido entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento de clientes e neste caso o ciclo de caixa é mais elevado nos dois primeiros anos e mais reduzido nos anos seguintes, indicando em cada ano o número de dias que a empresa deve recorrer a financiamento externo, uma vez que o crédito dado pelos fornecedores, não é suficiente para financiar totalmente o ciclo de exploração.

A análise de desempenho da empresa AA, *Lda.* também pode ser avaliada recorrendo aos rácios de produtividade dos meios económicos do ativo total e do ativo fixo. A produtividade do ativo total traduz os valores recuperados pelas vendas, por cada euro investido em termos de capital total (Ativo), assim pela leitura do Quadro 58 verifica-se que só a partir do ano 2007 é que a empresa recuperou o capital investido. Por sua vez, a produtividade do ativo fixo indica o valor em euros recuperado pelas vendas, por cada euro investido nesse tipo de ativo, querendo com isto dizer que no caso da empresa AA, *Lda.* verifica-se uma recuperação crescente, que varia de 1,83 em 2005 até 3,20 em 2009.

Da mesma forma que é possível analisar a produtividade dos meios económicos, também se podem analisar os rácios de produtividade dos fatores de produção ao nível dos inventários e da mão de obra. Assim, a empresa AA, *Lda.* apresenta uma baixa produtividade ao nível dos inventários, quando comparado com o investimento em mão de obra, isto é, o valor recuperado pelas vendas é maior, por cada euro investido em mão de obra, do que o valor investido em inventários.

Por seu lado, a rentabilidade de uma empresa, ou seja, a capacidade da empresa gerar resultados a partir das vendas, dos investimentos realizados e dos capitais investidos pelos sócios ou acionistas, pode ser analisada através dos rácios de rentabilidade comercial, económica e financeira, respetivamente. Assim, pelos valores do Quadro 58 pode concluir-se que a partir de 2007, inclusive, os mesmos são negativos, em consequência dos resultados operacional e líquido do período serem negativos.

O Quadro 59 mostra os rácios de atividade, de produtividade e de rendibilidade da empresa *LCB, Lda.* Esta empresa apresenta um PMR crescente nos anos de 2006-2008, significando que a empresa está a receber os créditos de clientes mais tarde. Esta tendência inverte-se no ano de 2009, uma vez que o PMR é menor. Desta forma, o PMR varia entre 73 dias no ano de 2006 e os 91 dias em 2009. Por sua vez, o PMP tende a aumentar, oscilando entre os 77 dias em 2006 e os 105 dias em 2007, traduzindo as dificuldades em efetuar os pagamentos aos fornecedores, pois também esta empresa se depara com problemas de liquidez.

Quadro 59. Rácios de Desempenho da Empresa *LCB, Lda.*, 2005-2009

		2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Atividade (dias)						
Prazo Médio de Armazenagem		n.d.	191,35	195,49	284,57	278,97
Prazo Médio de Recebimentos		n.d.	73,10	76,27	102,49	91,05
Prazo Médio de Pagamentos		n.d.	77,26	86,76	108,92	105,29
Ciclo de Caixa		n.d.	187,19	185,00	278,14	264,73
Rotação inventários		n.d.	1,91	1,87	1,28	1,31
Indicadores de Atividade (€)						
Volume de Negócios (VN)		2.538.417,36	2.921.842,44	3.787.454,55	2.977.679,99	3.002.268,38
Valor Acrescentado Bruto (VAB)		288.591,72	282.631,73	439.789,06	600.892,51	431.218,10
Valor Acrescentado Líquido (VAL)		81.043,77	98.847,17	261.094	436.108,39	285.618
Rácios de Produtividade						
Meios Económicos	Ativo	0,84	0,82	0,95	0,86	0,82
	Ativo Fixo	2,66	3,74	5,80	5,99	8,01
Fatores de Produção	Inventários	1,24	1,22	1,36	1,40	1,28
	Mão-de-Obra	13,67	12,66	12,10	9,87	9,33
Rácios de Rendibilidade (%)						
Comercial	Operativa do VN	2,35%	2,59%	5,67%	5,75%	4,45%
	Líquida VN	0,67%	1,08%	1,83%	2,14%	1,02%
Económica	Económica do Ativo	6,86%	5,68%	5,33%	5,33%	3,40%
	Líquida Ativo	0,56%	0,88%	1,74%	1,83%	0,84%
Financeira		1,89%	2,73%	5,65%	4,93%	2,32%

Fonte: Elaboração própria.

O PMA aumentou, o que significa que os inventários estão a permanecer mais tempo em armazém relativamente ao ano transato. Logicamente, a rotação dos mesmos é menor.

O ciclo de caixa indica que o tempo que a empresa *LCB, Lda.* demora a efetuar os seus pagamentos aos fornecedores, e o tempo que demora a receber dos seus clientes é cada vez maior, no período 2006-2008, isto indica que o financiamento a capitais alheios também aumenta, no mesmo período, pois em 2009 o ciclo de caixa melhora ligeiramente.

O desempenho da empresa *LCB, Lda.* pode ser avaliado utilizando os rácios de produtividade dos meios económicos do ativo total e do ativo fixo, que se apresentam no Quadro 59. Desta forma, ao nível do ativo total, a recuperação que a empresa apresenta dos valores investidos em termos de

capital total é reduzido, enquanto ao nível do ativo fixo a recuperação é mais elevada, oscilando entre 2,66 em 2005 e 8,01 em 2009.

O rácio de produtividade dos fatores de produção ao nível dos inventários apresenta-se com poucas oscilações ao longo do período em análise, significando que o valor recuperado pelas vendas, por cada euro investido em inventários é baixo. Por sua vez, a produtividade da mão de obra é considerável e, face ao Quadro 59, verifica-se que por cada euro investido em mão de obra a empresa *LCB, Lda.* tem uma recuperação de vendas na ordem dos 13,67 em 2005 e 9,33 em 2009. Quanto aos rácios de rendibilidade desta empresa, os mesmos são positivos e apresentam valores satisfatórios ao longo do período em análise, como se pode verificar pelo Quadro 59.

O Quadro 60 mostra os rácios de atividade, de produtividade e rendibilidade da empresa *QM, Lda.*, evidenciando um desempenho satisfatório, uma vez que os rácios do referido Quadro traduzem uma evolução estável.

Quadro 60. Rácios de Desempenho da Empresa *QM, Lda.*, 2005-2009

		2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Atividade (dias)						
Prazo Médio de Armazenagem		n.d.	14,92	21,57	45,18	59,42
Prazo Médio de Recebimentos		n.d.	161,90	168,78	234,67	247,07
Prazo Médio de Pagamentos		n.d.	114,12	121,94	132,42	117,66
Ciclo de Caixa		n.d.	62,70	68,40	147,42	188,82
Rotação inventários		n.d.	24,46	16,92	8,08	6,14
Indicadores de Atividade (€)						
Volume de Negócios (VN)		966.934,79	1.221.107,31	1.381.998,20	1.076.521,36	1.012.068,05
Valor Acrescentado Bruto (VAB)		239.052,26	371.395,20	422.154,12	286.663,74	239.421,94
Valor Acrescentado Líquido (VAL)		177.006,07	303.175,61	351.366,30	233.826,02	177.407,07
Rácios de Produtividade						
Meios Económicos	Ativo	1,11	1,24	1,17	0,96	0,86
	Ativo Fixo	4,08	5,90	5,85	5,03	4,51
Fatores de Produção	Inventários	1,72	1,71	1,77	1,70	1,72
	Mão-de-Obra	9,86	9,76	9,43	5,65	5,89
Rácios de Rendibilidade (%)						
Comercial	Operativa do VN	8,92%	13,40%	15,89%	4,71%	2,31%
	Líquida VN	6,58%	10,51%	12,22%	2,56%	1,14%
Económica	Económica do Ativo	11,19%	17,93%	18,97%	3,65%	2,13%
	Líquida Ativo	7,31%	13,07%	14,30%	2,46%	0,98%
Financeira		28,36%	36,39%	32,38%	5,02%	2,05%

Fonte: Elaboração própria.

O PMR é superior ao PMP, pelo que a empresa deve rever os prazos estipulados com os seus clientes ou exercer pressão sobre os mesmos, uma vez que no período da análise se verifica que o PMR tem vindo a aumentar. Quanto ao PMP, o mesmo apresenta uma forte oscilação de 2006 para 2007, no sentido da diminuição dos prazos, enquanto de 2008 para 2009 a oscilação é no sentido do

aumento dos prazos de pagamento. Esta situação deverá ser revista pela empresa *QM, Lda.* no sentido de não por em causa a boa liquidez que tem.

O PMA apresenta-se crescente, ou seja, os inventários estão a aumentar o tempo de armazenagem, significando que a sua rotação é cada vez menor, como se verifica no Quadro 60. Logo, o ciclo de caixa é fortemente crescente, indicando que o crédito de fornecedores não é suficiente para financiar o ciclo de exploração.

Pelo Quadro 60, percebe-se que o desempenho da empresa *QM, Lda.* ao longo dos anos em análise diminui, no que respeita à produtividade dos meios económicos do ativo total, pois este rácio oscila entre 1,11 em 2005 e 0,86 em 2009. Quanto à produtividade do ativo fixo, verifica-se uma recuperação de 2005 para 2006 e a partir de 2007 uma diminuição, significando que por cada euro investido em ativo fixo a recuperação obtida pelas vendas é menor de ano para ano.

No que respeita aos inventários, verifica-se pouca variação no período em análise, significando que a recuperação em termos de vendas também é baixa. Por sua vez, a produtividade da mão de obra é mais elevada, mas tem vindo a diminuir ao longo dos cinco anos.

No Quadro 61 apresentam-se os rácios de desempenho da empresa *QT, SA.*

Quadro 61. Rácios de Desempenho da Empresa *QT, SA*, 2005-2009

		2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Atividade (dias)						
Prazo Médio de Armazenagem		n.d.	40,74	38,39	40,28	41,90
Prazo Médio de Recebimentos		n.d.	134,46	132,38	123,67	125,13
Prazo Médio de Pagamentos		n.d.	107,89	85,73	81,01	81,98
Ciclo de Caixa		n.d.	67,31	85,04	82,95	85,05
Rotação inventários		n.d.	8,96	9,51	9,06	8,71
Indicadores de Atividade (€)						
Volume de Negócios (VN)		4.543.647,40	4.633.089,80	4.657.095,69	5.023.687,22	6.262.119,89
Valor Acrescentado Bruto (VAB)		618.738,19	826.131,08	801.184,00	827.477,23	761.574,32
Valor Acrescentado Líquido (VAL)		423.246,15	643.218,83	603.842,78	645.352,75	569.199,51
Rácios de Produtividade						
Meios Económicos	Ativo	0,62	0,66	0,68	0,71	0,80
	Ativo Fixo	1,82	1,99	2,06	2,19	2,74
Fatores de Produção	Inventários	1,46	1,60	1,62	1,61	1,48
	Mão-de-Obra	13,84	12,63	11,07	11,36	13,54
Rácios de Rendibilidade (%)						
Comercial	Operativa do VN	4,84%	4,77%	4,16%	5,37%	2,16%
	Líquida VN	0,95%	0,75%	0,61%	0,81%	0,69%
Económica	Económica do Ativo	-0,18%	-0,41%	-0,42%	0,26%	-0,48%
	Líquida Ativo	0,59%	0,49%	0,42%	0,57%	0,56%
Financeira		2,07%	1,65%	1,34%	1,87%	2,01%

Fonte: Elaboração própria.

A empresa *QT, SA* apresenta um PMR com pouca oscilação durante o período em análise, no entanto este prazo é superior ao PMP, pois a empresa demora a receber dos seus clientes entre 134 e 125 dias e paga aos fornecedores entre 107 e 81 dias, verificando-se que tanto o PMR como o PMP tem vindo a diminuir ao longo do período em análise.

O PMA situa-se em média nos 41 dias, sofrendo poucas oscilações de ano para ano, consequentemente a rotação dos inventários também é pouco variável. Assim, o ciclo de caixa aumenta de 2006 para 2007 e nos restantes anos permanece com pouca variação, significando que a empresa necessita de 85 dias de financiamento de capitais alheios para manter o ciclo de exploração, pois o financiamento obtido pela via dos fornecedores não é suficiente.

A análise de desempenho da empresa *QT, SA*, recorrendo aos rácios de produtividade dos meios económicos, indica que a recuperação em vendas relativamente ao ativo total é menor do que a recuperação alcançada pelas vendas em termos do ativo fixo. Por outro lado, a empresa *QT, SA* apresenta uma recuperação de vendas baixa por cada euro investido em inventários, no entanto o investimento que faz em termos de mão de obra resulta numa recuperação de vendas mais elevada, que embora seja estável, varia entre 13,84 em 2005 e 13,54 em 2009.

O Quadro 62 enuncia os rácios de atividade, produtividade e rendibilidade da empresa *RG, Lda*.

Quadro 62. Rácios de Desempenho da Empresa *RG, Lda.*, 2005-2009

		2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Atividade (dias)						
Prazo Médio de Armazenagem		n.d.	59,37	88,08	101,44	52,76
Prazo Médio de Recebimentos		n.d.	96,42	95,93	78,32	92,62
Prazo Médio de Pagamentos		n.d.	19,26	14,04	13,24	10,39
Ciclo de Caixa		n.d.	136,53	169,96	166,52	134,99
Rotação inventários		n.d.	6,15	4,14	3,60	6,92
Indicadores de Atividade (€)						
Volume de Negócios (VN)		2.708.439,30	2.488.537,48	1.995.554,90	2.543.517,08	2.545.870,17
Valor Acrescentado Bruto (VAB)		694.823,01	807.749,60	208.503,51	868.517,20	418.273,28
Valor Acrescentado Líquido (VAL)		279.365,18	479.732,11	-74.340,35	633.838,43	190.056,38
Rácios de Produtividade						
Meios Económicos	Ativo	0,87	0,96	0,79	0,97	0,81
	Ativo Fixo	1,64	1,79	1,60	2,48	3,07
Fatores de Produção	Inventários	1,49	1,59	1,35	1,92	1,43
	Mão-de-Obra	8,06	7,37	5,97	8,29	8,25
Rácios de Rendibilidade (%)						
Comercial	Operativa do VN	0,14%	0,69%	-6,32%	1,65%	-2,83%
	Líquida VN	-0,35%	0,52%	-5,26%	1,79%	2,49%
Económica	Económica do Ativo	1,68%	2,61%	-1,87%	4,12%	4,59%
	Líquida Ativo	-0,30%	0,50%	-4,18%	1,74%	2,01%
Financeira		-0,53%	0,72%	-6,19%	2,62%	3,52%

Fonte: Elaboração própria.

O Quadro 62 indica que o PMR da empresa *RG, Lda.* se situa acima dos 90 dias, exceto no ano de 2008 que se verificou um PMR inferior. O PMP é substancialmente inferior ao PMR, pois a empresa paga aos seus fornecedores, em média ao fim de 14 dias. Por seu lado, o PMA é crescente nos três primeiros anos e no ano de 2009 diminui quase para metade, assim sendo a rotação de inventários segue a mesma tendência, rodando menos nos três primeiros anos e no último ano, a sua rotação aumenta.

O desempenho apresentado pela empresa *RG, Lda.*, no que respeita à produtividade dos meios económicos em termos do ativo total é reduzido e com pouca oscilação ao longo do período em análise. Por sua vez, a produtividade dos meios económicos ao nível do ativo fixo apresenta oscilações, que variam entre 1,64 em 2005 e 3,07 em 2009.

O rácio de produtividade dos fatores de produção da empresa *RG, Lda.* ao nível dos inventários é mais fraco do que o da mão-de-obra, ou seja, a empresa por cada euro investido recupera mais valor em vendas ao nível da mão de obra do que o valor investido em inventários.

Quanto aos rácios de rendibilidade da empresa *RG, Lda.* verifica-se que os mesmos não são estáveis ao longo do período, sendo que os rendimentos gerados nos anos mais favoráveis não são suficientes para cobrir os valores dos anos mais desfavoráveis.

Após a análise de desempenho das empresas de laticínios da região da Serra da Estrela, nas componentes da atividade, produtividade e rendibilidade, importa de seguida analisar a solidez financeira das mesmas empresas, nas vertentes de liquidez, estrutura financeira e financiamento.

➤ **Análise de Solidez Financeira**

O Quadro 66 apresenta os rácios financeiros da empresa *AA, Lda.* no período 2005-2009. Da análise dos rácios de liquidez, que traduzem a capacidade da empresa para fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, é possível concluir que a liquidez geral é sempre positiva e significativa, logo o valor dos ativos correntes é superior aos passivos da mesma natureza. Segundo, Nabais (1997) este indicador é aceitável para valores entre 1,30 e 1,50, pelo que esta empresa encontra-se numa zona de segurança em termos de liquidez, como já se tinha conluído pelos valores registados pela TL (Quadro 34).

Por conseguinte, esta situação reflete baixo risco para os credores da empresa, dado que a realização dos ativos correntes em liquidez é suficiente para fazer face às dívidas de curto prazo e ainda assim, a empresa detém alguma margem de segurança, no entanto salienta-se que a liquidez geral desta empresa tem vindo a diminuir significativamente ao longo do período 2005-2009.

Quadro 63. Rácios Financeiros da Empresa AA, Lda., 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Liquidez					
Geral	9,00	8,80	5,47	2,44	1,50
Reduzida	6,79	5,48	4,99	2,20	1,14
Imediata	2,92	1,85	2,29	1,19	0,59
Rácios de Estrutura Financeira (%)					
Estrutura do Fundo de Maneio (FM)	61,20%	49,29%	41,70%	29,22%	14,30%
Estrutura das Necessidades de FM (NFM)	39,82%	37,60%	20,37%	12,98%	12,43%
Indicadores de Estrutura Financeira (€)					
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	257.303,14	86.682,74	-222.342,43	-99.278,87
Autofinanciamento	n.d.	257.303,14	86.682,74	-222.342,43	-99.278,87
Rácios de Financiamento (%)					
Endividamento	40,21%	27,90%	32,85%	48,02%	46,18%
Autonomia Financeira	59,79%	72,10%	67,15%	51,98%	53,82%
Solvabilidade	148,71%	258,44%	204,44%	108,24%	116,55%
Capacidade de Endividamento	63,74%	76,83%	75,12%	71,52%	89,06%
Efeito Fiscal	0,68	0,73	1,03	1,01	1,02

Fonte: Elaboração própria.

A liquidez reduzida, igual à fórmula de cálculo da liquidez geral, com a particularidade de que no primeiro indicador se retiram, ao ativo corrente, os inventários, apresenta valores muito superiores aos indicados por Nabais (1997), em concreto: valores entre 0,9 e 1,1.

Os rácios da estrutura financeira desta empresa indicam que a dependência do FM e das NFM em relação ao volume de negócios é maior no FM. Também se verifica que o autofinanciamento e a capacidade de autofinanciamento diminuem de 2006 para 2007 e nos dois anos consequentes são negativos, o que indica que a empresa não gera, por si própria, meios suficientes para se manter.

Quanto ao endividamento da empresa AA, Lda., verifica-se que no início da análise o nível de endividamento da empresa é elevado, mas que diminui para valores aceitáveis no ano de 2007, voltando a aumentar significativamente em 2008 e 2009, este facto deve-se ao aumento do passivo, colocando a empresa numa situação de risco financeiro. No entanto, a sua autonomia financeira situa-se perto dos 60% em 2007 e a partir deste ano diminui, reforçando a evidência de problemas financeiros e de dependência dos credores. Contudo, a empresa AA, Lda. goza de uma solvabilidade superior a 100%, traduzindo-se num baixo risco para os credores, uma vez que os capitais próprios são suficientes para fazer face às dívidas a terceiros.

O Quadro 64 reflete os rácios de liquidez, de estrutura financeira e de financiamento da empresa *LCB, Lda.*

Quadro 64. Rácios Financeiros da Empresa *LCB, Lda.*, 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Liquidez					
Geral	1,51	2,27	2,31	2,07	2,96
Reduzida	0,67	1,16	1,16	0,88	1,28
Imediata	0,04	0,09	0,05	0,02	0,05
Rácios de Estrutura Financeira (%)					
Estrutura do Fundo de Maneio (FM)	27,48%	53,37%	49,77%	51,62%	72,09%
Estrutura das Necessidades de FM (NFM)	52,16%	59,36%	56,90%	68,67%	70,37%
Indicadores de Estrutura Financeira (€)					
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	215.302,81	247.890,33	228.371,12	176.203,37
Autofinanciamento	n.d.	215.302,81	247.890,33	228.371,12	176.203,37
Rácios de Financiamento (%)					
Endividamento	70,07%	67,68%	69,27%	62,95%	63,94%
Autonomia Financeira	29,93%	32,32%	30,73%	37,05%	36,06%
Solvabilidade	42,71%	47,76%	44,36%	58,85%	56,41%
Capacidade de Endividamento	54,84%	49,22%	48,13%	63,10%	51,63%
Efeito Fiscal	1,00	1,00	0,87	0,80	0,76

Fonte: Elaboração própria.

Do Quadro 64 pode concluir-se que a liquidez geral e reduzida é aceitável, tendo por referência os valores atribuídos por Nabais (1997). A liquidez imediata é que se apresenta baixa, oscilando entre valores de 0,04 e 0,05, nos anos de 2005 e 2009, respetivamente.

Os rácios de estrutura financeira evidenciam uma forte dependência do FM e das NFM em relação ao volume de negócios e os indicadores da estrutura financeira (autofinanciamento e capacidade de autofinanciamento) encontram-se em decrescimento nos dois últimos anos, o que requer atenção por parte da empresa, pois significa que esta a perder capacidade de gerar o seu próprio autofinanciamento.

O rácio de endividamento da empresa *LCB, Lda.* tem vindo a diminuir de ano para ano e a autonomia financeira mantêm-se aproximadamente nos 35%, o que constitui forte dependência em relação a credores e uma situação desfavorável na negociação de novos financiamentos.

A solvabilidade desta empresa é baixa, refletindo que os capitais próprios da empresa são inferiores ao passivo, não sendo suficientes para fazer face às dívidas a terceiros. Contudo, a capacidade de endividamento da empresa encontra-se no limite, pois embora não haja um valor de referência universal, em termos gerais recomenda-se que os capitais próprios devam representar pelo menos

50% dos capitais permanentes, ou seja, que a capacidade de endividamento seja superior ou igual a 50%.

O Quadro 65 apresenta os rácios de liquidez, de estrutura financeira e de financiamento da empresa *QM, Lda.*

Quadro 65. Rácios Financeiros da Empresa *QM, Lda.*, 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Liquidez					
Geral	1,21	1,51	1,74	1,98	2,24
Reduzida	1,16	1,45	1,62	1,79	2,03
Imediata	0,05	0,16	0,18	0,05	0,16
Rácios de Estrutura Financeira (%)					
Estrutura do Fundo de Maneio (FM)	10,34%	20,38%	27,75%	39,57%	37,39%
Estrutura das Necessidades de FM (NFM)	14,87%	13,77%	20,71%	41,06%	42,93%
Indicadores de Estrutura Financeira (€)					
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	196.591,76	239.712,33	80.426,06	73.538,25
Autofinanciamento	n.d.	196.591,76	239.712,33	80.426,06	73.538,25
Rácios de Financiamento (%)					
Endividamento	74,22%	64,08%	55,84%	50,95%	52,32%
Autonomia Financeira	25,78%	35,92%	44,16%	49,05%	47,68%
Solvabilidade	34,74%	56,05%	79,08%	96,28%	91,13%
Capacidade de Endividamento	65,87%	77,29%	83,92%	85,26%	88,90%
Efeito Fiscal	0,72	0,75	0,77	0,72	0,59

Fonte: Elaboração própria.

Referindo uma vez mais que, a liquidez geral determina a capacidade da empresa para fazer face aos seus compromissos a curto prazo, a liquidez reduzida traduz a liquidez ajustada do valor de inventários e a liquidez imediata o valor imediatamente disponível para fazer face às dívidas a terceiros a curto prazo, pode-se afirmar que a empresa *QM, Lda.* se apresenta com uma situação estável em termos de liquidez geral, reduzida e imediata, como se pode observar no Quadro 65.

Quanto a estrutura financeira, destaca-se o agravamento da dependência do FM e das NFM em relação ao volume de negócios nos dois últimos anos. Por sua vez, os indicadores da estrutura financeira também acompanham esta tendência em 2008 e 2009, pelo que a empresa *QM, Lda.* deverá prestar atenção a esta situação, uma vez que está a perder a capacidade de gerar os seus próprios meios de financiamento.

O endividamento da empresa caminha no sentido decrescente, embora ainda manifeste tranquilidade relativamente ao seu endividamento face a terceiros. Ao nível da autonomia financeira, verifica-se que a mesma apresenta um valor baixo, sendo essa situação desvantajosa quando se pretender negociar novos financiamentos. Por sua vez, a solvabilidade da empresa *QM,*

Lda. tem vindo a aumentar e em 2009 encontra-se muito perto dos 100%, o que traduz uma igualdade entre capitais próprios e passivo, ou seja, em 2009 a empresa detém capitais próprios suficientes para cobrir os créditos obtidos. Por sua vez a capacidade de endividamento segue a mesma tendência de crescimento.

No Quadro 66 apresenta os rácios financeiros da empresa *QT, SA*, concluindo-se que a empresa, em termos de liquidez, consegue cumprir os seus compromissos de curto prazo e facilmente converte os seus inventários em meios líquidos financeiros.

Quadro 66. Rácios Financeiros da Empresa *QT, SA*, 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Liquidez					
Geral	1,34	1,54	1,17	1,57	1,64
Reduzida	1,25	1,44	1,09	1,45	1,47
Imediata	0,06	0,06	0,03	0,05	0,04
Rácios de Estrutura Financeira (%)					
Estrutura do Fundo de Maneio (FM)	-15,53%	-8,92%	-29,89%	-5,86%	4,49%
Estrutura das Necessidades de FM (NFM)	19,97%	16,20%	24,71%	22,78%	27,25%
Indicadores de Estrutura Financeira (€)					
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	217.429,48	561.520,84	-284.915,93	235.838,76
Autofinanciamento	n.d.	187.174,83	561.520,84	-284.915,93	189.416,76
Rácios de Financiamento (%)					
Endividamento	71,59%	70,26%	68,84%	69,53%	72,29%
Autonomia Financeira	28,41%	29,74%	31,16%	30,47%	27,71%
Solvabilidade	39,68%	42,32%	45,27%	43,83%	38,33%
Capacidade de Endividamento	55,38%	52,46%	72,26%	53,56%	48,56%
Efeito Fiscal	0,94	0,97	0,95	0,88	0,87

Fonte: Elaboração própria.

O rácio de estrutura financeira desta empresa é negativo na dependência que existe do FM em relação ao volume de negócios, exceto no ano de 2009. A estrutura das NFM aumenta nos dois últimos anos. Por sua vez, o autofinanciamento e a capacidade de autofinanciamento são negativos em 2008, mas em 2009 apresentam uma recuperação positiva.

Quanto ao nível do endividamento, a empresa apresenta ligeiras oscilações, o que significa que o passivo relativamente ao ativo líquido, manteve-se com poucas oscilações durante o ano em análise. A autonomia financeira apresenta valores baixos, determinando a dependência da empresa a capitais alheios. Por sua vez, a solvabilidade apresenta valores baixos o que se traduz em capitais próprios inferiores ao passivo, refletindo que os capitais próprios não são suficientes para cobrir as dívidas a terceiros.

O Quadro 67 sistematiza os rácios de liquidez, de estrutura financeira e de financiamento da empresa *RG, Lda.*, os quais traduzem uma situação líquida estável nos anos da análise, contudo salienta-se o aumento significativo de liquidez no ano de 2009. A mesma tendência se verifica com os rácios e os indicadores da estrutura financeira.

Quadro 67. Rácios Financeiros da Empresa *RG, Lda.*, 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Rácios de Liquidez					
Geral	1,60	4,61	2,71	8,19	12,86
Reduzida	1,28	3,83	1,62	6,99	11,29
Imediata	0,31	1,37	0,38	1,05	4,44
Rácios de Estrutura Financeira (%)					
Estrutura do Fundo de Maneio (FM)	18,83%	36,38%	37,86%	53,24%	82,60%
Estrutura das Necessidades de FM (NFM)	29,76%	26,07%	39,42%	45,28%	50,99%
Indicadores de Estrutura Financeira (€)					
Capacidade de Autofinanciamento	n.d.	340.969,76	177.932,25	280.214,56	291.667,23
Autofinanciamento	n.d.	340.969,76	177.932,25	280.214,56	291.667,23
Rácios de Financiamento (%)					
Endividamento	42,61%	30,79%	32,56%	33,38%	42,96%
Autonomia Financeira	57,39%	69,21%	67,44%	67,44%	57,04%
Solvabilidade	134,71%	224,81%	207,10%	199,55%	132,78%
Capacidade de Endividamento	82,69%	78,48%	84,53%	73,13%	61,51%
Efeito Fiscal	1,21	0,66	1,04	0,87	0,78

Fonte: Elaboração própria.

Ao analisar rácios de financiamento, verifica-se que ao nível do endividamento, os anos piores são os de 2005 e 2009, em que os capitais alheios representam perto de 43% relativamente às aplicações totais. A autonomia financeira da empresa situa-se nos 60%, o que indica uma forte dependência em relação aos credores.

No entanto, o rácio financeiro de solvabilidade é superior a 100%, isto significa que o valor dos capitais próprios é superior ao passivo. Esta situação reflete um baixo risco para os credores da empresa, dado que os capitais próprios são suficientes para fazer face às dívidas a terceiros e a empresa ainda detém alguma margem de segurança.

A capacidade de endividamento da empresa *rg, Lda.* diminuiu ao longo do período 2005-2009, o que significa que a capacidade de endividamento da empresa face a terceiros é menor. O efeito fiscal revela que a empresa no ano de 2005 e 2007 não pagou imposto, pois nestes dois anos o resultado líquido do exercício é negativo.

5.4. Avaliação das Empresas

O enquadramento estrutural macroeconómico do setor de laticínios já discutido no capítulo 3 justifica um conjunto de hipóteses de comportamento, que importa desde já definir para poder realizar a avaliação das empresas. Assim, estas hipóteses devem permitir realizar estimativas de fluxos de caixa futuros, tendo por base um período máximo de cinco anos para todos os pressupostos. Esta projeção decorre para o período 2010-2014, já que os dados históricos são relativos ao período 2005-2009 e deve ser garantido o princípio de continuidade da empresa, tal como preconiza a NCRF 12 - Imparidade de Ativos (MFAP, 2009e). Nestes termos, foi estabelecida uma taxa de 2% para o crescimento perpétuo dos *cash-flows* para todas as empresas da amostra.

Paralelamente, na NCRF 12, nos §§18 a 23, é definida a composição das estimativas dos fluxos de caixa futuros, sabendo que na empresa será desenvolvida uma análise considerando uma taxa de crescimento estável para todos os anos (MFAP, 2009e). Por exemplo, na estimativa de imposto sobre o EBIT será considerada um valor sem incluir recebimento ou pagamento do imposto sobre o rendimento. Esta conceptualização teve em consideração os modelos de avaliação baseados na demonstração de resultados e a respetiva prática desenvolvida na área da avaliação de empresas (Fernández, 2001; Rojo, 2007; Rocha, 2010).

A determinação do custo médio ponderado do capital, com as limitações impostas pela NCRF 12, podem efetuar-se recorrendo à estrutura de capitais a considerar para cada empresa, isto é, o peso dos capitais próprios e dos capitais alheios na estrutura de financiamento, assim como o custo do capital alheio e o custo do capital próprio face à informação de mercado. No Quadro 68 é apresentada a estrutura de financiamento de cada empresa da amostra tendo por base os indicadores evidenciados na análise da solidez financeira.

O valor apresentado corresponde ao valor médio do período de análise, onde a empresa *RG, Lda* é a empresa mais endividada e a empresa *QT, SA* é a empresa com maior independência financeira, talvez por via da sua forma jurídica.

Quadro 68. Custo Médio Ponderado do Capital das Empresas da Amostra

10 ³ EUR	AA, Lda	LCB, Lda	QM, Lda	QT, SA	RG, Lda
Estrutura de Financiamento					
Peso do Capital Alheio	61%	34%	41%	29%	64%
Peso do Capital Próprio	39%	66%	59%	71%	36%
Custo do Capital					
Custo do Capital Alheio	5%	10%	25%	8%	15%
Custo do Capital Próprio					
Taxa de retorno do ativo sem risco	6,123%	6,123%	6,123%	6,123%	6,123%
Prémio de risco de mercado	4,57%	4,57%	4,57%	4,57%	4,57%
Beta (com dívida)	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
Custo Médio Ponderado do Capital	8,238%	12,349%	18,415%	12,071%	14,309%

Fonte: Elaboração própria.

Segundo a Norma Interpretativa 2, nos §§ 16 e 17, é referido que quando se pretende avaliar um ativo específico e este não está, diretamente, disponível no mercado, então pode utilizar-se o custo médio ponderado de capital utilizando o denominado o modelo de ativos de capital (MFAD, 2009e). Assim, no Quadro 68 recorreu-se a vários pressupostos, nomeadamente: à taxa de retorno do ativo sem risco com o valor de 6,123%, para o prazo a 5 anos, sabendo que as curvas de rendimento das obrigações do tesouro fecharam em janeiro de 2013 com os níveis mais altos e o prémio de risco de mercado mantém a descida para 4,62% à data de 11 de janeiro face aos 4,57% no fecho do mês de janeiro de 2013 (Bloomberg, 2013). Também na perspetiva teórica proposta por Rocha (2009), foi considerado um beta (com dívida) definido em 1,67 que se aproxima de alguns valores do mercado em Portugal.

A literatura em finanças empresariais considera que, para a generalidade das empresas que não estão cotadas no mercado de capitais e para as quais não existe um mercado para transacionar o capital próprio, é difícil obter um “valor de mercado” (Damodaran, 2012; Rojo, 2007). Assim, estas dificuldades são acrescidas quando se pretende a determinação do custo médio ponderado do capital, que deve ser efetuada tendo em conta os valores de mercado (e não os contabilísticos) de cada um dos ponderadores, ou seja, considerando o valor de mercado do capital próprio e o valor de mercado do capital alheio.

Apesar do Quadro 68 apresentar, para a generalidade das empresas, um valor similar entre si, não se pode deixar de referir o caso da empresa *QM, Lda.* que demonstra a resposta do modelo a situações adversas de financiamento. Assim, todos os indicadores ficam fortemente condicionados e o valor da empresa é reduzido pelo simples fato do desajuste da política de endividamento.

Os valores apresentados no Quadro 69 permitem a determinação do *free cash-flow* da empresa *AA, Lda.* sabendo que todos contribuem para o valor da mesma. O valor atual total da empresa *AA, Lda.* ascendeu a €3.151.674,60, sendo o mesmo fortemente influenciado pela variação das necessidades de FM. Por um lado, esta variação é resultado do valor médio da variação que os fornecedores concedem à empresa, constituindo-se uma estratégia essencial para o seu financiamento. E, por outro lado, o *free cash-flow* registado no período em análise tem vindo a crescer de forma menos significativa derivado da tendência do *cash-flow* bruto.

Quadro 69. Free Cash-Flow da Empresa AA, Lda.

10 ³ EUR	1	2	3	4	5
	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	480.050,75	600.023,72	734.153,03	883.919,07	1.050.952,24
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	143.793,97	143.793,97	143.793,97	143.793,97	143.793,97
EBIT	336.256,78	456.229,75	590.359,06	740.125,10	907.158,27
Impostos sobre EBIT	35.172,46	47.721,63	61.751,56	77.417,09	94.888,76
Resultado Operacional após impostos	301.084,32	408.508,12	528.607,50	662.708,01	812.269,51
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	143.793,97	143.793,97	143.793,97	143.793,97	143.793,97
Cash-Flow Bruto	444.878,29	552.302,09	672.401,47	806.501,98	956.063,48
Var Inventários	71.819,30	71.819,30	71.819,30	71.819,30	71.819,30
Var Clientes	-9.134,35	-9.134,35	-9.134,35	-9.134,35	-9.134,35
Var Fornecedores	232.051,85	232.051,85	232.051,85	232.051,85	232.051,85
Investimento Capital Fixo	41.397,45	41.397,45	41.397,45	41.397,45	41.397,45
Free Cash-Flow	572.847,75	680.271,54	800.370,92	934.471,44	1.084.032,94
Fator de atualização	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67
Valor atual do Free Cash-Flow	529.250,66	580.666,42	631.186,81	680.855,34	729.715,37

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 70 estimou-se o *free cash-flow* da empresa *LCB, Lda.*, pelo que o valor atual total da empresa *LCB, Lda.* ascendeu a €3.512.559,45, sendo o mesmo fortemente influenciado pela variação das NFM, especificamente pelos inventários e pelos fornecedores.

Quadro 70. Free Cash-Flow da Empresa LCB, Lda.

10 ³ EUR	1	2	3	4	5
	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	990.004,83	1.121.884,92	1.267.939,40	1.429.615,30	1.608.505,26
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	176.082,33	176.082,33	176.082,33	176.082,33	176.082,33
EBIT	813.922,50	945.802,59	1.091.857,07	1.253.532,97	1.432.422,93
Impostos sobre EBIT	155.377,81	180.553,71	208.435,51	239.299,44	273.449,54
Resultado Operacional após impostos	658.544,70	765.248,87	883.421,55	1.014.233,53	1.158.973,39
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	176.082,33	176.082,33	176.082,33	176.082,33	176.082,33
Cash-Flow Bruto	834.627,03	941.331,20	1.059.503,88	1.190.315,86	1.335.055,72
Var Inventários	239.635,52	239.635,52	239.635,52	239.635,52	239.635,52
Var Clientes	98.852,66	98.852,66	98.852,66	98.852,66	98.852,66
Var Fornecedores	183.479,46	183.479,46	183.479,46	183.479,46	183.479,46
Investimento Capital Fixo	12.222,67	12.222,67	12.222,67	12.222,67	12.222,67
Free Cash-Flow	667.395,63	774.099,80	892.272,48	1.023.084,46	1.167.824,32
Fator de atualização	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67
Valor atual do Free Cash-Flow	616.602,90	660.756,38	703.662,02	745.418,73	786.119,43

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 71 estimou-se o *free cash-flow* da empresa *QM, Lda.*, tendo o valor atual ascendido a €583.882,14, que se viu influenciado pela variação das NFM, especificamente: inventários e clientes. Também se reforçou a tendência para um crescimento reduzido do EBITDA.

Quadro 71. Free Cash-Flow da Empresa QM, Lda.

10 ³ EUR	1	2	3	4	5
	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	283.115,03	333.680,95	390.013,43	452.710,43	522.430,33
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	63.181,24	63.181,24	63.181,24	63.181,24	63.181,24
EBIT	219.933,79	270.499,71	326.832,19	389.529,19	459.249,09
Impostos sobre EBIT	63.230,97	77.768,67	93.964,25	111.989,64	132.034,11
Resultado Operacional após impostos	156.702,83	192.731,04	232.867,93	277.539,54	327.214,98
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	63.181,24	63.181,24	63.181,24	63.181,24	63.181,24
Cash-Flow Bruto	219.884,07	255.912,28	296.049,17	340.720,78	390.396,22
Var Inventários	49.775,88	49.775,88	49.775,88	49.775,88	49.775,88
Var Clientes	60.354,56	60.354,56	60.354,56	60.354,56	60.354,56
Var Fornecedores	23.174,09	23.174,09	23.174,09	23.174,09	23.174,09
Investimento Capital Fixo	59.779,02	59.779,02	59.779,02	59.779,02	59.779,02
Free Cash-Flow	73.148,71	109.176,92	149.313,81	193.985,43	243.660,86
Fator de atualização	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67
Valor atual do Free Cash-Flow	67.581,66	93.191,28	117.751,54	141.337,67	164.019,99

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 72 estimou-se o *free cash-flow* da empresa *QT, SA*, pelo que o valor atual ascendeu a €4.582.195,71, sendo o mesmo fortemente influenciado pela variação das NFM, especificamente pelos clientes e tendência muito expressiva e relevante do EBITDA.

Quadro 72. *Free Cash-Flow* da Empresa *QT, SA*

10 ³ EUR	1	2	3	4	5
	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	1.261.533,01	1.493.098,16	1.744.715,55	2.024.606,24	2.335.690,92
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	190.048,96	190.048,96	190.048,96	190.048,96	190.048,96
EBIT	1.071.484,05	1.303.049,20	1.554.666,59	1.834.557,28	2.145.641,96
Impostos sobre EBIT	81.861,38	99.552,96	118.776,53	140.160,18	163.927,05
Resultado Operacional após impostos	989.622,67	1.203.496,25	1.435.890,06	1.694.397,11	1.981.714,91
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	190.048,96	190.048,96	190.048,96	190.048,96	190.048,96
Cash-Flow Bruto	1.179.671,63	1.393.545,21	1.625.939,02	1.884.446,07	2.171.763,87
Var Inventários	97.971,34	97.971,34	97.971,34	97.971,34	97.971,34
Var Clientes	326.330,59	326.330,59	326.330,59	326.330,59	326.330,59
Var Fornecedores	88.066,85	88.066,85	88.066,85	88.066,85	88.066,85
Investimento Capital Fixo	121.033,73	121.033,73	121.033,73	121.033,73	121.033,73
Free Cash-Flow	722.402,83	936.276,40	1.168.670,22	1.427.177,26	1.714.495,07
Fator de atualização	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67
Valor atual do Free Cash-Flow	667.423,72	799.187,13	921.634,21	1.039.840,51	1.154.110,14

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 73. *Free Cash-Flow* da Empresa *RG, Lda.*

10 ³ EUR	1	2	3	4	5
	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	797.753,40	930.690,97	1.062.569,43	1.208.842,36	1.370.985,39
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	253.404,90	253.404,90	253.404,90	253.404,90	253.404,90
EBIT	544.348,50	677.286,07	809.164,53	955.437,46	1.117.580,49
Impostos sobre EBIT	48.338,15	60.143,00	71.853,81	84.842,85	99.241,15
Resultado Operacional após impostos	496.010,35	617.143,07	737.310,72	870.594,61	1.018.339,35
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	253.404,90	253.404,90	253.404,90	253.404,90	253.404,90
Cash-Flow Bruto	749.415,25	870.547,97	990.715,62	1.123.999,51	1.271.744,25
Var Inventários	61.538,07	61.538,07	61.538,07	61.538,07	61.538,07
Var Clientes	-762,75	-762,75	-762,75	-762,75	-762,75
Var Fornecedores	-5.274,89	-5.274,89	-5.274,89	-5.274,89	-5.274,89
Investimento Capital Fixo	43.917,53	43.917,53	43.917,53	43.917,53	43.917,53
Free Cash-Flow	639.447,51	760.580,22	880.747,88	1.014.031,77	1.161.776,50
Fator de atualização	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67
Valor atual do Free Cash-Flow	590.781,79	649.216,33	694.573,51	738.822,94	782.048,35

Fonte: Elaboração própria.

No Quadro 73 estimou-se o *free cash-flow* da empresa *RG, Lda.*, pelo que o valor atual ascendeu a €3.455.442,92, sendo o mesmo fortemente influenciado pelos ajustes das NFM, especificamente inventários e a política de gastos/reversões de depreciação e amortização.

Por último, o Quadro 74 apresenta a comparação do valor das empresas da amostra para um investidor que se posiciona no mesmo horizonte temporal e tem além disso as mesmas expectativas de risco e rentabilidade. Assim pois, a primeira empresa com maior valor comparativo é a *QT, SA* a segunda é a *AA, Lda.*, a terceira é a *LCB, Lda* e, por último, *RG, Lda*. Nesta comparação não se deve incluir a *QM, Lda.* porque os resultados evidenciaram problemas que limitam a sua comparabilidade. Estes problemas da empresa *QM, Lda.* são a identificação de uma política financeira, em geral, e de alavanca financeira, em particular, que constitui uma ferramenta de elevada agressividade para a solidez financeira da empresa, perdendo valor comparativamente com as restantes.

Quadro 74. Avaliação Comparativa do Valor das Empresas da Amostra

10 ³ EUR	<i>AA, Lda</i>	<i>LCB, Lda</i>	<i>QM, Lda</i>	<i>QT, SA</i>	<i>RG, Lda</i>
Valor atual do <i>Free Cash-Flow</i>	3.151.674,60	3.512.559,45	586.024,76	4.582.195,71	3.455.442,92
Valor terminal	7.875.047,59	4.243.673,92	429.181,14	6.481.544,22	3.255.609,99
Valor da Empresa	11.026.722,18	7.756.233,38	1.013.063,27	11.063.739,93	6.711.052,91

Fonte: Elaboração própria.

Nesta medida e após a análise económica e financeira, com destaque para o desempenho e solidez financeira das cinco empresas do setor dos laticínios da região da Serra da Estrela, importa identificar a questão a investigar:

Qual a política que melhor evidencia a avaliação da empresa, isto é, aquela que é mais relevante para a tomada de decisões estratégicas e que mais facilmente traduz o valor da mesma?

No Quadro 75 da análise fatorial procedeu-se ao cálculo do teste de esfericidade de *Bartlett*, que permite indicar se há ou não correlação entre as variáveis (Pestana e Gageiro, 1998), para um nível de significância de 0,000. Cabe destacar os níveis de significância inferior a 0,05, pelo que se rejeita a hipótese da matriz das correlações ser a matriz identidade, mostrando por isso que existe correlação entre as variáveis (Pestana e Gageiro, 1998). Neste caso, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, as variáveis estão correlacionados para o nível de significância apresentado (Sig.=0,000), que é inferior 0,05.

Quadro 75. Análise das Estatísticas KMO e Bartlett

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy		0,744
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	212,449
	df	45
	Sig.	0,000

Fonte: Elaboração própria.

Paralelamente, no Quadro 75 é apresentada a estatística *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) para determinar se a correlação entre as variáveis pode ser explicada por outras variáveis. Pestana e Gageiro (1998) consideram que quanto mais próximo for o KMO de 0 (zero), menor é a correlação entre as variáveis, não sendo aconselhável a prossecução da análise. Nestes termos, no Quadro 75 verifica-se que o KMO = 0,744, sendo classificado, de acordo com Reis (1997), como médio para toda a associação de variáveis e por isso pode ser desenvolvida a restante apreciação.

O método de rotação usado foi o *Varimax*, minimizando este o número de variáveis com elevados *loadings* num fator, sendo que em geral os *loadings* iguais ou superiores a 0,5 são os considerados mais significativos (Pestana e Gageiro, 1998). Contudo, foram testadas as restantes rotações, pese embora não tenham alterado o apresentado.

Assim, obtiveram-se três fatores (Quadro 76), destacando-se que a variância explicativa do primeiro fator ascende a 38,803%, do segundo fator é de 28,470% e do terceiro fator é de 16,810%, perfazendo um total de 80,803%. Ainda é referido que a grande vantagem desta avaliação é permitir a comparabilidade entre empresas, veja-se a este respeito o Quadro 77.

Quadro 76. Análise Fatorial das Empresas da Amostra

Variáveis	Política Comercial	Política de Gestão Corrente	Política Fiscal
Juros e gastos similares suportados	0,906	0,002	0,298
Outros gastos e perdas	0,859	0,321	-0,008
Vendas e serviços prestados	0,779	0,502	0,288
Outros rendimentos e ganhos	0,762	-0,113	0,124
Custo merc. vendidas e mater. consumidas	0,734	0,441	0,344
Fornecimentos e serviços externos	0,242	0,899	0,204
Gastos com o pessoal	0,043	0,876	0,278
Juros e rendimentos similares obtidos	0,072	0,820	-0,071
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	0,111	0,104	0,886
Imposto sobre o rendimento exercício	-0,343	-0,160	-0,682

Fonte: Elaboração própria.

O primeiro fator designado por política comercial permitiu identificar as empresas que orientam a sua gestão para “Juros e gastos similares suportados” com um coeficiente de 0,906, “Outros gastos e perdas” com um coeficiente de 0,859, “Vendas e serviços prestados” com um coeficiente de 0,779, “Outros rendimentos e ganhos” com um coeficiente de 0,762 e, por último, o “Custo mercadorias vendidas e das matérias consumidas” com um coeficiente de 0,734.

O segundo fator designado por política de gestão corrente permitiu identificar as empresas que orientam a sua gestão para “Fornecimentos e serviços externos” com um coeficiente de 0,899, “Gastos com o pessoal” com um coeficiente de 0,876 e “Juros e rendimentos similares obtidos” com um coeficiente de 0,820.

O terceiro fator designado por política fiscal permitiu identificar as empresas que orientam a sua gestão para “Gastos/reversões de depreciação e de amortização” com um coeficiente de 0,886 e, em sentido inverso, o “Imposto sobre o rendimento exercício” registou um coeficiente de -0,682.

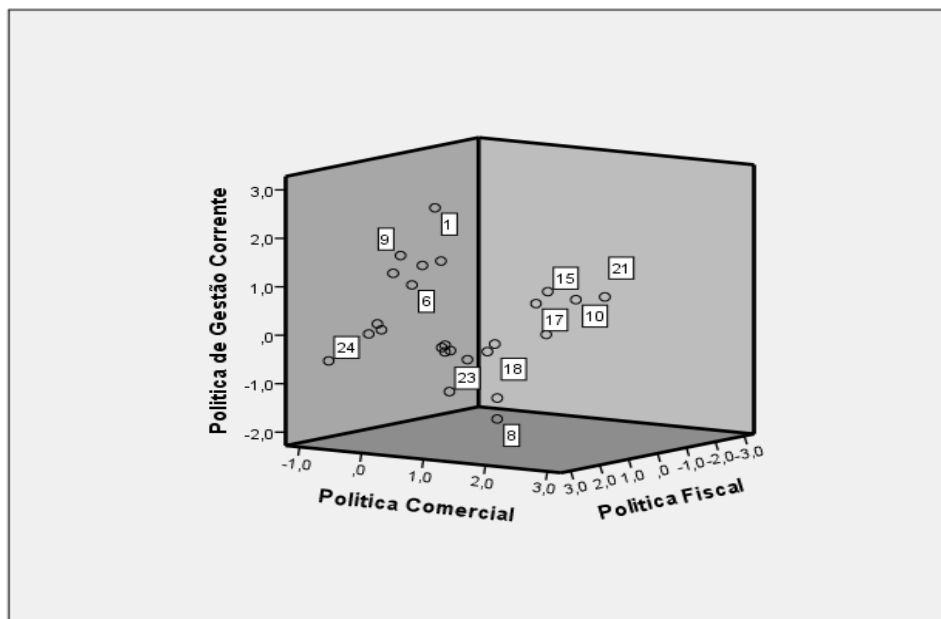
Quadro 77. Valor Médio da Demonstração de Resultados, 2005-2009

10 ³ EUR	AA, Lda	LCB, Lda	QM, Lda	QT, SA	RG, Lda
Vendas e serviços prestados	2.839.920,75	2.992.160,95	1.131.725,94	5.023.928,00	2.456.383,79
Subsídios à exploração			14.113,04	8.544,66	
Varição nos inventários da produção	48.902,60	169.068,28	13.968,74	65.118,27	-4.170,83
Custo merc. Vendida e mat. consumidas	-1.814.274,14	-2.342.315,82	-655.720,27	-3.243.436,69	-1.591.977,67
Fornecimentos e serviços externos	-425.853,07	-225.728,71	-181.404,76	-422.977,63	-325.358,81
Gastos com o pessoal	-575.514,59	-270.602,87	-146.421,84	-404.081,86	-324.583,59
Imparidade de dividas a receber			-880,56	-30.000,00	
Outros rendimentos e ganhos	24.387,35	59.620,10	7.265,69	70.906,79	134.631,61
Outros gastos e perdas	-21.187,46	-19.316,27	-6.793,15	-610.489,97	-26.286,88
Resultados antes depreciações	76.381,44	362.885,66	175.852,84	457.511,57	318.637,61
Gastos/reversões de depreciação e amortiz.	-143.793,97	-176.082,33	-63.181,24	-190.048,96	-253.404,90
Resultado operacional	-67.412,53	186.803,32	112.671,61	267.462,61	65.232,71
Juros e rendimentos similares obtidos	5.718,41	61,56	283,75	4.391,62	2.465,28
Juros e gastos similares suportados	-14.241,37	-137.241,19	-5.782,23	-230.427,59	-58.756,85
Resultado antes de impostos	-75.935,49	49.623,69	107.173,13	41.426,64	8.941,14
Imposto sobre o rendimento do período	-11.803,54	-7.216,21	-27.164,40	-3.385,66	-7.431,47
Resultado líquido do período	-87.739,03	42.407,49	80.008,74	38.040,98	1.509,67

Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 9 apresenta a distribuição espacial de cada empresa da amostra por cada um dos fatores anteriormente referenciados e que se encontram vertidos em termos de efeito das rubricas da demonstração de resultados (Quadro 77), procurando comparar as empresas e ao mesmo diluir os efeitos das políticas anuais.

Gráfico 9. Distribuição Espacial das Empresas pelos Fatores



Fonte: Elaboração própria

Face ao exposto, dá-se particular especial destaque à empresa *AA, Lda.* que se associa mais com uma política gestão corrente, o que se justifica dada a preocupação com a análise de desempenho já evidência na análise económica e financeira, principalmente nas rubricas de gastos com pessoal que ascendeu ao maior valor médio com €575.514,59 e nos fornecimentos e serviços externos que ascendeu €425.853,07. Ambos os efeitos fazem-se sentir ao nível do resultado operacional.

A empresa *LCB, Lda.* está ligada à política comercial, o que se justifica dado o segundo valor médio das vendas que ascende a €2.992.160,65, talvez em sequência da tendência negativa que tem tido ao nível do desempenho fundamentado no CMVMC que ascendeu ao maior valor com €2.342.315,82.

A empresa *QM, Lda.* associa-se à política fiscal, o que é justificado por ser uma das empresas com a maior repercussão ao nível de impostos sobre o rendimento, já que ascende ao maior valor médio de 28,75%, mas perfeitamente enquadrado nos limites associados e, ainda, pelo maior valor médio de imposto sobre o rendimento que gerou €27.164,10.

A *QT, SA* é a empresa fortemente ligada à política comercial, o que se justifica pelo valor médio das vendas que ascende a €5.023.928,00, enquanto apresenta o menor valor médio ao nível do imposto sobre o rendimento que é de apenas 7,64% motivado pelo efeito da alavanca financeira.

A empresa *RG, Lda.* associa-se à política fiscal, o que é justificado no âmbito da análise da solidez financeira que apresenta um maior investimento e um peso da estrutura de gastos com depreciação muito elevada com o maior valor de €253.404,90, provocando os subseqüentes desajustes.

5.5. Considerações Finais

Segundo Nabais e Nabais (2009), para haver criação de valor é necessário conseguir um montante considerável de rendibilidade, sendo para tal fundamental não descuidar as vantagens competitivas existentes no mercado, ou seja, explorar e tornar proveitosas as possíveis vantagens com que as empresas se deparam. As medidas a adotar devem perseguir objetivos de obtenção da eficiência e eficácia da gestão, devendo para o efeito ser utilizados rácios ou indicadores como ferramenta de gestão, que complementem as demonstrações financeiras, tornando-se numa ferramenta de grande utilidade, quer ao nível da informação, quer ao nível da rapidez de produção, dessa mesma informação.

Neste âmbito, os rácios e indicadores de desempenho (nomeadamente de atividade, produtividade e rendibilidade) e de solidez financeira (especificamente de liquidez, estrutura financeira e financiamento), precedem as etapas da avaliação de empresas. Contudo, pese embora as inúmeras vantagens que lhes estão associadas, é fundamental ter-se presente as limitações que os rácios e indicadores têm, em concreto: mudança de política contabilística de um período para outro, na empresa; diferentes políticas contabilísticas, entre empresas do mesmo setor de atividade; não ter em conta valores comportamentais; não ter cuidado na análise de um rácio, se isoladamente; e, o meio envolvente, como sendo o contexto no qual a empresa se insere, a economia e a política.

Por outro lado, a complexidade da avaliação de empresas foi demonstrada pelas dificuldades de obtenção de variáveis que permitissem, como analista externo, aplicar um modelo para avaliar as empresas. Na realidade, a aplicação de muitos dos modelos apresentados na abordagem teórica do capítulo 2, amplamente divulgados na literatura para a generalidade das empresas, não teve qualquer possibilidade de replicagem empírica pelas especificidades do setor e das empresas em estudo.

CONCLUSÃO

A utilidade económica e social da pastorícia, e consequentemente a sua sustentabilidade, decorre do facto de as explorações a ela associadas originarem produtos alimentares, de que é exemplo o «queijo Serra da Estrela», baseados numa adequada técnica do pastoreio (DRAEDM, 2007). Assim, a gestão do valor das empresas que produzem «queijo Serra da Estrela», e produtos associados, está na base da exploração agrícola (i.e., na área da pastorícia), compatível com a criação e a certificação de produtos típicos (i.e., Denominação de Origem Protegida - DOP), que promove a sustentabilidade do setor de laticínios em Portugal. Segundo Bonetti (2004), a tendência atual aponta para o crescimento dos produtos DOP, evidenciando um maior apoio por parte da União Europeia, uma utilização mais frequente por parte dos produtores e, consequentemente, o aumento do consumo por parte dos consumidores.

Esta análise centrou-se no método do estudo de caso, tendo por base cinco empresas que produzem «queijo Serra da Estrela», as quais através de uma atitude dinâmica, evolutiva e ajustada respondem aos impulsos dos mercados, aumentando por isso o seu valor. Nesta medida ocorrem processos de integração agrária, desde a produção de leite até à transformação e distribuição de produtos láteos. Segundo Purdy et al. (1997), esta integração está assente na especialização, afetando positivamente o desempenho das empresas. Em resumo, essas empresas têm uma forte base natural do seu processo produtivo, beneficiando de uma imagem associada à preservação do meio ambiente, bem como da sua função social relacionada com o emprego, a qualidade de vida e o bem-estar das populações.

Sendo parte integrante do sistema económico e financeiro português, também estas empresas se viram obrigadas a atualizar a sua contabilidade em função do novo normativo contabilístico, o SNC. Assim, pese embora os Relatórios e Contas dos exercícios económicos de 2005 a 2009 das empresas em estudo tenham sido elaborados de acordo com o POC, houve a necessidade de fazer a sua transposição para o novo normativo legal vigente à presente data, de forma a realizar uma investigação atualizada. Este normativo, aplicado às empresas da amostra, apesar de ter modificado a divulgação e mensuração nas demonstrações financeiras, não afetou significativamente informação fornecida aos *stakeholders* por não se terem verificado grandes diferenças em relação ao antigo normativo POC, uma vez que estas empresas, por serem de pequena dimensão, apresentarem diferenças consideráveis.

A reduzida dimensão da amostra condicionou também os modelos de avaliação de empresas a adotar, ao nível da obtenção de variáveis particulares, por não se encontrarem disponíveis, nem sistematizadas, em qualquer uma das empresas, por exemplo o valor de mercado das quotas ou ações das respetivas empresas do setor de laticínios. Nesta medida, uma limitação subjacente à investigação realizada é a reduzida dimensão da amostra, tendo em consideração que o tamanho das empresas (pequenas) poderia ensiezar os resultados obtidos. Mas tal também não é verdade, porque a realidade da economia portuguesa é fundamentada neste tamanho de empresas, pelo que se justifica amplamente este tipologia de estudo.

Assim, como **resultados do estudo** importa realçar que, face ao mercado coberto pelas cinco empresas da amostra, a empresa que apresenta maior valor de vendas e outros rendimentos (isto é, maior quota de mercado neste segmento) é a empresa *QT, SA*, seguida da empresa *RG, Lda.* e da empresa *AA, Lda.* A quota de mercado mais baixa é apresentada pela empresa *QM, Lda.*, a qual também é a empresa com menor número colaboradores e com o menor valor de capital social, na medida em que apenas cumpre o limite mínimo legal de constituição. Atualmente, algumas destas unidades industriais laboram com grandes quantidades de leite proveniente de Espanha e apenas uma unidade trabalha exclusivamente com leite de ovelha proveniente de rebanhos nacionais (a empresa *AA, Lda.*). Em paralelo, também se verifica a existência de um número elevado de pequenas queijarias que trabalham com o leite proveniente da sua própria exploração (como é o caso da empresa *QM, Lda.*).

Em termos patrimoniais, o valor total do balanço nas empresas da amostra mantém-se constante ao longo do período, sendo de realçar que a empresa *QT, SA.* é a empresa que apresenta maior valor de balanço e a *QM, Lda.* a empresa que apresenta valores mais baixos, contudo crescentes ao longo dos cinco anos. Numa primeira análise, todas as empresas apresentam resultados líquidos do período positivos, excepto a empresa *AA, Lda.* e a empresa *RG, Lda.* que têm anos de resultados líquidos negativos, induzindo os *stakeholders* de que gozam de boa situação financeira, contudo quando se analisar os resultados da tesouraria global a conclusão irá ser diferente.

Todas as empresas da amostra apresentam NFM superiores aos FM, excepto a empresa *AA, Lda.* e a empresa *RG, Lda.* em que se verifica o inverso. Esta relação entre o FM e as NFM é o principal indicador de equilíbrio financeiro das empresas e nestes casos quando o FM é menor que as NFM indica que as empresas não geram financiamento suficiente para fazer face às necessidades do ciclo de exploração. No caso das empresas da amostra, encontram-se na situação descrita, as empresas *LCB, Lda.* e a empresa *QT, SA.*, enquanto a empresa *QM, Lda.* e a empresa *RG, Lda.* apresentam

resultados variáveis. Por sua vez, a empresa AA, *Lda.* é a que se apresenta resultados mais estáveis ao longo dos cinco anos, sendo de realçar que o FM desta empresa é cada vez menor.

Globalmente, a empresa com situação financeira mais equilibrada é a empresa AA, *Lda.*, embora indicando problemas nos dois últimos anos, enquanto todas as outras apresentam dificuldades na política de financiamento. Esta análise contraria o que inicialmente se descreveu em relação ao resultado líquido do período. De salientar ainda que, a empresa AA, *Lda.* é a que se detêm o maior número de colaboradores, possivelmente por produzir o seu produto manualmente, bem com o a segunda (por imposição da certificação – DOP) ao passo as restantes empresas processam a sua produção através de linhas de enchimento automatizadas.

Face à análise económica e financeira exploratória e longitudinal desenvolvida, pode comparar-se o valor das empresas da amostra para um investidor que se posiciona no mesmo horizonte temporal e tem além disso as mesmas expetativas de risco e rendibilidade. Assim, a primeira empresa com maior valor comparativo é a QT, SA, a segunda é a AA, *Lda.*, a terceira é a LCB, *Lda* e, por último, RG, *Lda.* Nesta comparação não se deve incluir a QM, *Lda.* porque os resultados evidenciaram problemas que limitam a sua comparabilidade. Estes problemas da empresa QM, *Lda.* são a identificação de uma política financeira, em geral, e de alavanca financeira, em particular, que constitui uma ferramenta de elevada agressividade para a solidez financeira da empresa, perdendo valor comparativamente com as restantes.

Como qualquer investigação, também esta apresenta **limitações**, indo desde o tempo disponível para a sua realizar, até ao conhecimento e capacidade do próprio investigador para a realizar, sendo elas que condicionam, segundo Easton (1995), a escolha de determinadas metodologias. Desde logo, a adoção da metodologia de estudo caso, apresenta-se como uma primeira limitação na validação externa dos resultados, não se podendo generalizar os resultados obtidos com o estudo. Contudo, à semelhança de Yin (2008), considera-se que os resultados, apesar de não poderem ser generalizados a outras empresas, podem servir de referência.

Uma segunda limitação está relacionada com a não sistematização da informação relativa às empresas da amostra, obrigando à recolha manual da mesma, por via de não existir um sistema de informação que compila-se e disponibiliza-se a mesma em formato digital. Também a introdução em 2010 do novo Sistema de Normalização Contabilística obrigou à conversão de todas as demonstrações financeiras do período 2005-2009, anteriormente elaboradas de acordo com o

normativo do Plano Oficial de Contabilidade, para esse novo formato, exigindo, consequentemente, mais tempo e aquisição de novos conhecimentos científicos e técnicos para realizar essa tarefa.

Uma terceira limitação passou pelo facto de cada empresa apresentar diferentes rubricas na face das demonstrações financeiras, o que dificultou a sua comparabilidade. A fundamentação desta situação encontra-se nas divergências que o normativo do SNC induziu em cada um dos novos sistemas de informação contabilístico, dado que cada empresa pode criar o seu próprio modelo de demonstração financeira. Nestes termos, cria-se um problema de confiabilidade dos dados, já que as operações de recolha e análise de dados não podem ser repetidas para os mesmos resultados. Todavia, esta confiabilidade poderia ser testada se o mesmo estudo, quando realizado por outro investigador, produzisse os mesmos resultados (Zisblat, 2008).

Por conseguinte, encontram-se abertos **desenvolvimentos futuros** que se pretendem concretizar, por um lado, em termos de horizonte temporal e, por outro lado, em termos de dimensão da amostra. Em relação ao horizonte temporal será importante alargar a base de dados a anos mais recentes, com vista a contrastar os resultados desta investigação com os obtidos após a sólida implementação do SNC. Em relação à dimensão da amostra será importante alargar a mesma a outras empresas do setor de laticínios de outras regiões do país, de forma a elaborar uma comparação de resultados com as outras empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Referências Bibliográficas

Abreu, R.; David, F.; Magro, F.P. (2009). Sistema de Normalização Contabilística: Justo valor versus credibilidade contabilística. *Revista TOC*, 111 (Junho): 33-39.

Albuquerque, F. (2001) La importancia del enfoque del desarrollo económico local. In: Vasquez Barqueiro, A. e Madoery, O. (ed.). *Transformaciones globales, instituciones y políticas de desarrollo local*. Rosário (Argentina): Homo Sapiens Ediciones.

Amat, O.; Blake, J. e Oliveras, E. (1997). Reflexiones en Torno al Contenido de la Imagen Fiel. *Técnica Contable*, 49 (578, Febrero): 81-90.

Antunes, J. (2008). O Capital Próprio. *Revista TOC*, 99 (Junho): 32-33.

Araújo, S.M.A. (2010). Impacto da Aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade nas Empresas do PSI 20. Tese de Mestrado. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão / Universidade Técnica de Lisboa.

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA, 1983). *Métodos prácticos de valoración de empresas*. Documento 3: Série Principios de Valoración de Empresas. Madrid: AECA.

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA, 1996). *Estudio de aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración*. Documento 5: Série Principios de Valoración de Empresas. Madrid: AECA.

Assembleia da Republica (AR, 2010a). Lei nº 20/2010, de 23 de Agosto de 2010, alarga o conceito de pequenas entidades para efeitos da aplicação do sistema de normalização contabilística. *Diário da Republica*, 163, I Série, 23 de agosto: 3661.

Assembleia da Republica (AR, 2010b). Lei nº 35/2010, de 2 de Setembro de 2010, aprova a Simplificação das normas e informações contabilísticas das microentidades. *Diário da República*, 171, I Serie, 2 de setembro: 3857-3858.

Associação Nacional de Criadores de Ovinos da Serra da Estrela (ANCOSE, 2009). *Livro genealógico*. Oliveira do Hospital: ANCOSE.

Associação Nacional dos Industriais da Lacticínios (ANIL, 2002). *Código de Boas Práticas de Higiene para a Indústria de Leite e Produtos Lácteos*. Lisboa: ANIL.

Banco de Portugal (BdP, 2011). *Análise Sectorial das Industrias Alimentares - Estudos da Central de Balanços*. Lisboa: Departamento de Estatística / BdP.

Banha, F.M. (2003). *A problemática da avaliação de empresas*. Disponível em: <http://www.gesbanha.com> [Acedido em: 15/11/2012].

Barth, M. (2000). Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*. 40 (1): 7-31.

- Bastardo, C. e Gomes, A.R. (1996). *Fusões e Aquisições (M & A) – uma abordagem de avaliação de empresas*. 4ª ed. Lisboa: Texto Editora.
- Beira, S. (2008). *Estrutura e Inovação na Produção Primária - Aplicação de Metodologia Prospectiva*. Lisboa: Instituto Superior Técnico.
- Bento, J. e Machado, J.F. (2007). *Plano Oficial de Contabilidade Explicado*. Porto: Porto Editora.
- Bloomberg (2013). *Market data: World IS Analytics*. London: Bloomberg.
- Bonetti, E. (2004). The effectiveness of meta-brands in the typical product industry: mozzarella cheese. *British Food Journal*, 106 (10/11): 746-766.
- Brealey, R. e Myers, S. (2007). *Principles of corporate finance*. London: McGraw-Hill.
- Caiado, A.C.P. e Gil, P.M.D. (2004). *Metodologias de Elaboração dos Fluxos de Caixa*. Lisboa: Áreas Editora.
- Carvalho, C.M.T. (2011). A NCRF-PE e as NCRF do SNC: principais diferenças. *Revista TOC*, 133: 30-34.
- Castanheira, E.G.; Eloy, S.; Pereira, C.J.D.; Lopes, M. e Ferreira, A.J.D. (2004). *Estudo comparativo da viabilidade ambiental de distintos processos produtivos de queijo curado*. Lisboa: 8.ª Conferência Nacional do Ambiente, 27-29 de Outubro de 2004.
- Castanheira, E.G.; Ferreira A.J.D.; Pereira, C.J.D. e Arroja, L. (2007). *Avaliação do impacte ambiental do sector dos Lacticínios em Portugal*. Aveiro: 9.ª Conferência Nacional do Ambiente, 18-20 de Abril.
- Castro, M. e Castro, J.F. (2003). *Ocupação tradicional do território e os novos modelos de utilização do espaço: implicações na pastorícia extensiva*. Bragança: V Colóquio Hispano - Português de Estudos Rurais.
- Cohen, E. (1996). *Análise Financeira*. Lisboa: Editorial Presença.
- Colaço-do-Rosário, M. (2004). O Sistema Agrário de Trás-os-Montes e a Modernidade Sustentável. *Gestão e Desenvolvimento*, 12: 237-257.
- Comissão de Normalização Contabilística (CNC, 1997). Instrução nº 3/97 (2.ª série), de 22 de Julho, homologa a directriz contabilística nº 18 – objectivos das demonstrações financeiras e princípios contabilísticos geralmente aceites. *Diário da República*, 179, II Série, 5 de Agosto: 9415-9416.
- Comunidade Económica Europeia (CEE, 1978). Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de julho de 1978, baseada na letra g) do parágrafo 3 do artigo 54 do Tratado e relativa às contas anuais de determinadas formas de sociedade. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, L 222, 14/08/1978: 11-31.
- Comunidade Europeia (CE, 1993). Directiva 93/43/CEE do Conselho, de 14 de Junho de 1993, relativa à higiene dos géneros alimentícios. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, L 175, 19/07/1993: 1-11.

Comunidade Europeia (CE, 2000). *The Environmental Impact of Dairy Production in the EU: Practical Options for the Improvement of the Environmental Impact (Final Report)*. UK: CEAS.

Comunidade Europeia (CE, 2001). *Livro Verde sobre a Política Integrada Relativa aos Produtos - COM (2001) 68 final*. Bruxelas: Comissão das Comunidades Europeias.

Comunidade Europeia (CE, 2002). Regulamento (CE) n° 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, L 243, 11/09/2002: 1-4.

Comunidade Europeia (CE, 2003). Regulamento (CE) n° 1725/2003 da Comissão, de 29 de Setembro de 2003, pelo qual se adoptam determinadas Normas Internacionais de Contabilidade em conformidade com o Regulamento (CE) n° 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, L 261, 13/10/2003: 1-420.

Comunidade Europeia (CE, 2004). Regulamento (CE) n° 852/2004 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de Abril, relativo à higiene dos géneros alimentícios. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, L 139, 30/04/2004: 1-51.

Comunidade Europeia (CE, 2008). Regulamento (CE) n° 1126/2008 da Comissão, de 3 de Novembro de 2008, pelo qual se adopta determinadas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, L 320, 29/11/2008: 1-481.

Correia, L.A. (2009). SNC vs POC – Uma primeira abordagem. *Revista Revisores e Auditores*, Julho/Setembro: 28-42.

Costa, C.B. e Alves, G.C. (2013). *Contabilidade Financeira*. 8.^a ed. Lisboa: Rei dos Livros.

Costa, R. (2008) *Métodos de Avaliação de Pequenas e Médias Empresas*. Disponível em: https://www.uniweb.pt/uniweb/uniweb_site.nsf/WP_avaliacao.pdf [Acedido em: 20/07/2011].

Cravo, D.J. (2010). A importância da estrutura conceptual no contexto do novo Sistema de Normalização Contabilística. *Revista TOC*, Janeiro (Edição Especial): 15-20.

Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley and Sons.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2013). *Site sobre Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.

Ding, Y.; Jeanjean, T. e Stolowy, H. (2005). Why do national GAAP differ from IAS? The role of culture. *The International Journal of Accounting*, 40: 325-350.

Direcção-Regional de Agricultura de Entre-Douro e Minho (DRAEDM, 2007). *PASTOMED: O Pastoralismo Mediterrâneo, uma oportunidade para o desenvolvimento sustentável dos nossos territórios*. Marselha: Ministério da Agricultura, do Desenvolvimento Rural e das Pescas/DRAEDM.

Easton, G. (1995). Methodology and Industrial Networks. In: Moller, K. et al. (1995). *Business Marketing: An Interaction and Network Perspective*. London: Kluwer Academic Publishers: 411-492.

Encarnação, C. (2009). *Indicadores Económico-Financeiros: Os impactos da alteração normativa em Portugal*. Tese de Mestrado. Lisboa: ISCTE.

Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP, 2007). *Sector Lácteo: Internacionalização e Comércio Externo – Apresentação de Dez Mercados Alvo*. Porto: Associação Nacional dos Industriais da Lacticínios.

Fauré, Y.A. e Hasenclever, L. (2007). *Caleidoscópio do desenvolvimento local no Brasil: diversidade das abordagens e das experiências*. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais.

Fernández, P. (2001). *Valoración de Empresas*. Barcelona: Editorial Gestión 2000.

Fernández, P. (2008). *Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Editorial Gestión 2000.

Ford, S.A. e Shonwiler, J.S. (1994). The Effect of Managerial Ability on Farm Financial Success. *Agricultural and Resource Economics Review*, October: 150-157.

Freire, A. (2005). *Internacionalização, Desafios para Portugal*. Vol. I. Lisboa: Editorial Verbo.

Grenha, C.; Cravo, D.; Baptista, L. e Pontes, S. (2009). *Anotações ao Sistema de Normalização Contabilística*. Lisboa. CTOC.

Guimarães, J.F.C. (2008). *O Sistema de Normalização Contabilística*. Vila Nova de Famalicão: Conferência na Universidade Lusíada.

Holthausen, R. e Watts, R. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1/3): 3-75.

Instituto dos Registos e do Notariado (IRN, 2011). *Registo Comercial: Depósito da prestação de contas*. Lisboa IRN.

Instituto Nacional de Estatística (INE, 2009). *Estatísticas Agrícolas 2008*. Lisboa: INE.

Instituto Nacional de estatística (INE, 2011). *Contas Nacionais*. Lisboa: INE.

Instituto nacional de estatística (INE, 2013a). *Estatísticas da produção animal: Produção de leite (l) por tipo de leite*. Lisboa: INE.

Instituto nacional de estatística (INE, 2013b). *Estatísticas da produção queijo: Produção de queijo (l) por tipo de leite*. Lisboa: INE.

Instituto Nacional de Estatística (INE, 2013c). *Estatísticas de efetivos bovinos, ovinos e caprinos por localização geográfica (NUTS – 2001) e Categoria (efetivos bovinos, ovinos e caprinos); Anual*. Lisboa: INE.

Instituto Nacional de Estatística (INE, 2013d). *Destaque: Índice de Produção Industrial - Dezembro de 2012*. Lisboa: INE.

Kothari, S. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1/3): 105-231.

Luehrman, T. A. (2005). Corporate Valuation and Market Multiples. *Harvard Business School*, October 18: 1-9.

Martins, A. I. (2005). *Avaliação de empresas*. Lisboa: CTOC.

Martins, A.I. (2007). *Análise de Balanços e Estudos de Indicadores Económico-financeiros*. Lisboa: CTOC.

Martins, E. (2001). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à económica*. São Paulo: Atlas.

Matos, R.M.G.A.T. (2009). *Un Enfoque Interdisciplinar de la Investigación Económica. Aplicación del Modelo de Fanger a la Valoración de Empresas*. Tesis Doctoral. Salamanca: Facultad de Economía y Empresa / Universidad de Salamanca.

Ministério da Agricultura do Desenvolvimento Rural e das Pescas (MADRP, 2007). *Leite e Lacticínios – Diagnóstico Sectorial*. Lisboa: GPP / MADRP.

Ministério da Agricultura, do Desenvolvimento Rural e das Pescas (MADRP, 1998). Decreto-Lei n.º 67/98, estabelece as normas gerais de higiene a que devem estar sujeitos os géneros alimentícios, bem como as modalidades de verificação do cumprimento dessas normas. *Diário da República*, 65, I Série-A, 18 de março: 1155 a 1163.

Ministério da Agricultura, do Desenvolvimento Rural e das Pescas (MADRP, 2006). Decreto-Lei n.º 113/2006, estabelece as regras de execução, na ordem jurídica nacional, dos Regulamentos (CE) n.os 852/2004 e 853/2004, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de Abril, relativos à higiene dos géneros alimentícios e à higiene dos géneros alimentícios de origem animal, respectivamente. *Diário da República*, 113, I Série-A, 12 de junho: 4143-4148.

Ministério das Finanças (MF, 1987). Portaria n.º 262/87, regulamenta as atribuições, organização e funcionamento da Comissão de Normalização Contabilística, revogando a Portaria n.º 819/80, de 13 de Outubro. *Diário da República*, 78, I Série, 3 de abril: 1348-1351.

Ministério das Finanças (MF, 1989). Decreto-Lei n.º 410/89, aprova o Plano Oficial de Contabilidade (POC). *Diário da República*, 268, I Série, 1.º Suplemento, 21 de novembro: 5112(2)-5112(32).

Ministério das Finanças (MF, 1995). Decreto-Lei n.º 127/95, transpõe para a ordem jurídica interna as Directivas n.º 90/604/CEE e 90/605/CEE, de 8 de Novembro, do Conselho, que alteram as Directivas n.º 78/660/CEE, de 25 de Julho, e 83/349/CEE, de 13 de Junho, ambas do Conselho, relativas respectivamente às contas anuais e às contas consolidadas, no que diz respeito ao seu campo de aplicação. *Diário da República*, 127, I-A Série, 1 de junho: 3456-3457.

Ministério das Finanças (MF, 1999a). Decreto-Lei n.º 44/99, estabelece a obrigatoriedade da adopção do sistema de inventário permanente e da elaboração da demonstração dos resultados por funções e define os elementos básicos da listagem do inventário físico. *Diário da República*, 36, I-A Série, 12 de fevereiro: 762-765.

Ministério das Finanças (MF, 1999b). Decreto-Lei n.º 367/99, melhora o Decreto-Lei n.º 410/89, no que concerne ao estabelecimento de regras relativas à organização e funcionamento da Comissão

de Normalização Contabilística (CNC). *Diário da República*, 219, I-A Série, 18 de setembro: 6466-6470.

Ministério das Finanças (MF, 2004). Decreto-Lei nº 88/2004, transpõe para a ordem jurídica nacional a Directiva nº 2001/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de Setembro, relativa às regras de valorimetria aplicáveis às contas individuais e consolidadas de certas formas de sociedades, bem como dos bancos e de outras instituições financeiras. *Diário da República*, 93, I-A Série, 20 de abril: 2374-2377.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2005). Decreto-Lei nº 35/2005, transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2003/51/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Junho, que altera as Directivas nº 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE, do Conselho, relativas às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros, prevendo a possibilidade de as entidades às quais não se apliquem as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) optarem pela sua aplicação nos termos do Regulamento (CE) nº 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho. *Diário da República*, 34, I-A Série, 17 de fevereiro: 1186-1200.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009a). Decreto-Lei nº 158/2009, aprova o Sistema de Normalização Contabilística (SNC). *Diário da República*, 133, I Série, 13 de julho: 4375-4384.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009b). Aviso nº 15652/2009, homologa a Estrutura Conceptual do Sistema de Normalização Contabilística. *Diário da República*, 173, II Série, 7 de setembro: 36227-36234.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009c). Aviso nº 15653/2009, homologa as seguintes Normas Interpretativas do Sistema de Normalização Contabilística. *Diário da República*, 173, II Série, 7 de setembro: 36234-36237.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009d). Aviso nº 15654/2009, homologa a Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades. *Diário da República*, 173, II Série, 7 de setembro: 36237-36260.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009e). Aviso nº 15655/2009, homologa as Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro do Sistema de Normalização Contabilística. *Diário da República*, 173, II Série, 7 de setembro: 36260-36359.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009f). Portaria nº 986/2009, aprova os modelos das demonstrações financeiras do SNC. *Diário da República*, 173, I Série, 7 de setembro: 6006-6029.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009g). Portaria nº 1011/2009, aprova o Código de Contas do SNC. *Diário da República*, 173, I Série, 7 de setembro: 6148-6157.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2009h). Decreto Regulamentar nº 25/2009, aprova o enquadramento jurídico em matéria de depreciações e amortizações. *Diário da República*, 178, I Série, 14 de setembro: 6270-6285.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011a). Decreto-Lei nº 36-A/2011, aprova o Regime de Normalização contabilística para microentidades e regime de Normalização

contabilística para as entidades do setor não lucrativo. *Diário da República*, 48, I Série, 9 de março de 2011: 1344-(2).

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011b). Portaria nº 104/2011, aprova modelo das demonstrações financeiras para as microentidades. *Diário da República*, 51, I Serie, de 14 de março de 2011: 1422-1425.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011c). Portaria nº 105/2011, aprova o Modelos das demonstrações financeiras para as entidades do setor não lucrativo. *Diário da República*, 51, I Serie, de 14 de março de 2011: 1425-1430.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011d). Portaria nº 106/2011, aprova o Código de contas para as entidades do setor não lucrativo. *Diário da República*, 51, I Serie, de 14 de março de 2011: 1431-1435.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011e). Portaria nº 107/2011, aprova o Código de contas para as microentidades. *Diário da República*, 51, I Serie, de 14 de março de 2011: 1435-1443.

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011f). Aviso nº 6726-A/2011, aprova a Norma Contabilística para microentidades. *Diário da República*, 51, II Serie, de 14 de março de 2011: 12226(2)-12226(8).

Ministério das Finanças e da Administração Pública (MFAP, 2011g). Aviso nº 6726-B/2011, aprova a Norma contabilística de relato financeiro para as entidades do setor não lucrativo. *Diário da República*, 51, II Serie, de 14 de março de 2011: 12226(8)-12226(20).

Ministério das Finanças e da Justiça (MFJ, 1991). Decreto-Lei nº 238/91, estabelece normas relativas à consolidação de contas de sociedades. *Diário da República*, 149, I-A Série, 2 de julho: 3364-3389.

Ministério das Finanças e do Plano (MFP, 1980). Portaria nº 819/80, define as atribuições, organização e funcionamento da Comissão de Normalização Contabilística, criada pelo Decreto-Lei nº 47/77, de 7 de Fevereiro. *Diário da República*, 237, I Série, 13 de outubro: 3364-3367.

Ministérios do Plano e Coordenação Económica e das Finanças (MPCEF, 1977). Decreto-Lei nº 47/77, aprova o Plano Oficial de Contabilidade para as empresas. *Diário da República*, 31, I Série, 7 de fevereiro: 200(6)-200(53).

Muller, A.N. e Roque, T.A. (2003). Modelos de Avaliação de Empresas. *Revista da FAE*, 6 (2): 97-112.

Nabais, C. (1997). *Como interpretar um balanço*. 4.^a ed. Lisboa: Editorial Presença.

Nabais, C. e Nabais F. (2009). *Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira*. Lisboa: Lidel, edições técnicas

Navarro, A. (1995). La imagen fiel en España. *Técnica Económica*, 150: 13-16.

Neves, J.C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: Editora McGraw-Hill.

Neves, J.C. (2004). *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*. 15.^a ed. Lisboa: Editorial Texto.

Parlamento Europeu (PE, 2008a). *Relatório sobre o futuro do sector dos ovinos/borregos e caprinos na Europa (2007/2192(INI))*. Estrasburgo: Comissão da Agricultura e do Desenvolvimento Rural.

Parlamento Europeu (PE, 2008b). *Relatório sobre a situação e as perspectivas da agricultura nas regiões montanhosas (2008/2066 (INI))*. Estrasburgo: Comissão da Agricultura e do Desenvolvimento Rural.

Pattisson, N. e Lindgreen, A. (2004). Successes and failures in the dairy industry: South west England and north west France. *British Food Journal*, 106 (6/7): 422-435.

Pereira, C.M.M.A.; Quintão, C.R.; Cunha, G.S. e Gomes, C.M.P. (2009). Análise da Indústria de Laticínios sob a Perspectiva dos Arranjos Produtivos Locais, Município de António Carlos, Estado de Minas Gerais. *Informações Económicas*, 39 (10, Outubro): 43-53.

Pestana, M.H. e Gageiro, J.N. (1998). *Análise de dados para Ciências Sociais: A Complementaridade do SPSS*. Lisboa: Edições Sílabo.

Piñero, J. (2001). Los modelos de valoración basados en la condición “Clean Surplus”. Análisis teórico e implicaciones empíricas bajo una perspectiva de medición. Tese de Doutoramento. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.

Pires, A.M.M. (2005). *O Valor a Partir da Informação Financeira. Um caso particular da “imagem fiel”: o sector do Vinho do Porto*. Tese de Doutoramento. Valladolid: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales / Universidad de Valladolid.

Pratt, S.; Reilly R. e Schweihs, R. (1998). *Valuing small businesses and professional practices*. New York: McGraw-Hill.

Presidência do Conselho de Ministros (PCM, 2009). Declaração de Rectificação nº 67-B/2009, rectifica o Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho, que aprova o SNC. *Diário da República*, 177, I Série, Suplemento, 11 de setembro: 3238(8).

Purdy, B.M.; Langemeier, M.R. e Featherstone, A.M. (1997). Financial Performance, Risk, Specialization. *Journal of Agricultural and Applied Economics*, 29 (1, July): 149-161.

Reis, E. (1997). *Estatística Multivariada aplicada*. Lisboa: Edições Sílabo

Rocha, L.M. (2009). *Os testes de imparidade e as técnicas de avaliação de empresas. Working paper*. Porto: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Rocha, L.M. (2010). Os testes de imparidade e as técnicas de avaliação de empresas. *Revista TOC*, Agosto: 48-61.

Roche, M. (1991). *Gestão Financeira - O controlo dos fluxos financeiros*. Lisboa: Ediprisma.

Rodrigues, P. e Ferreira, R. (2010). *SNC Todas as perguntas e respostas*. Porto: Porto Editora.

Rojo, A.A.R. (2007). *Valoración de empresas y gestión basada en valor*. Madrid: Editorial Paraninfo.

Sistema de Informação de Mercados Agrícolas (SIMA, 2012a). *Preços médios mensais anuais. Queijo bola/barra (à saída da fábrica)*. Disponível em: <http://www.gpp.pt/cot/> [Acedido em: 15/10/2012].

Sistema de Informação de Mercados Agrícolas (SIMA, 2012b). *Comércio Internacional: Leite e Produtos Lácteos*. Disponível em: <http://www.gpp.pt/cot/> [Acedido em: 15/10/2012].

Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *The Accounting Review*, 71 (3): 289-315.

Soderlund, R.; Williams, R. e Mulligan, C. (2008). Effective adoption of agri-food assurance systems. *British Food Journal*, 110 (8): 745-761.

Tua Pereda, J. (1996). ¿Necesitamos un Marco Conceptual?. In: Comissão Organizadora das VI Jornadas de Contabilidade (ed.). *Actas das VI Jornadas de Contabilidade*. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 323-360.

Universidade Católica Portuguesa (UCP, 1999). *O Sector dos Lacticínios - Síntese do Estudo*. Lisboa: Associação Nacional dos Industriais da Lacticínios.

Wang, H. (1999). *Valuation: accounting and economic approaches*. Working paper, Munich: 24th Annual Congress of The European Accounting Association.

Yin, R.K. (2008). *Case Study Research Design and Methods*. 3th Ed. London: Sage Publications.

Zisblat, J. (2008). *O Impacto das Práticas ITIL na Flexibilidade Organizacional – Evidências Empíricas em uma Empresa Multinacional de TI*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas / Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas.

ANEXO 1
BALANÇOS FUNCIONAIS

Anexo1: Balanço Funcional da Empresa AA, Lda.

31 de Dezembro	10³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
1. Capital próprio		1.725.450,02	1.806.745,15	1.740.905,91	1.420.607,09	1.305.975,23
2. Passivo não corrente		881.121,40	471.892,32	531.466,06	531.466,06	131.466,06
3. Capitais Permanentes (1+2)		2.606.571,42	2.278.637,47	2.272.371,97	1.952.073,15	1.437.441,29
4. Ativo não corrente		1.277.107,80	1.148.366,18	1.088.047,10	1.035.436,40	1.006.119,16
5. Fundo de Maneio (3 - 4)		1.329.463,62	1.130.271,29	1.184.324,87	916.636,75	431.322,13
6. Necessidades Financeiras Exploração						
Inventários		395.275,00	512.270,00	133.864,90	165.294,08	339.520,90
Clientes		608.065,81	540.053,58	715.165,12	701.035,54	516.384,57
Estado e outros entes públicos		26.894,28	16.970,58	21.789,69	2.144,77	7.810,63
6.		1.030.235,09	1.069.294,16	870.819,71	868.474,39	863.716,10
7. Recursos Financeiros Exploração						
Fornecedores		85.452,77	56.718,61	228.816,28	304.048,81	306.012,99
Estado e outros entes públicos		40.968,12	60.633,96	40.005,47	57.288,29	50.825,69
7.		126.420,89	117.352,57	268.821,75	361.337,10	356.838,68
8. Necessidades Fundo de Maneio Exploração (6-7)		903.814,20	951.941,59	601.997,96	507.137,29	506.877,42
9. Necessidades Financeiras Extra-Exploração						
Outras contas a receber		56.878,60	2.766,84	4.688,90	590,68	1.637,94
9.		56.878,60	2.766,84	4.688,90	590,68	1.637,94
10. Recursos Financeiros Extra-Exploração						
Outras contas a pagar		30.291,54	36.984,97	6.039,89	35.330,24	94.166,51
Diferimentos		100.393,08	72.861,63	45.208,86	84.374,90	43.089,63
10.		130.684,62	109.846,60	51.248,75	119.705,14	137.256,14
11. Necessidades Fundo Maneio Extra-Exploração (9-10)		-73.806,02	-107.079,76	-46.559,85	-119.114,46	-135.618,20
12. Necessidades Fundo Maneio Total (8+11)		830.008,18	844.861,83	555.438,11	388.022,83	371.259,22
13. Tesouraria líquida (5-12)		499.455,44	285.409,46	628.886,76	528.613,92	60.062,91
14. Ativos financeiros						
Caixa e depósitos bancários		521.501,65	285.409,46	628.886,76	828.613,92	555.062,91
14.		521.501,65	285.409,46	628.886,76	828.613,92	555.062,91
15. Passivos financeiros						
Financiamentos obtidos		0,00	0,00	0,00	300.000,00	495.000,00
Outros passivos financeiros		22.046,21	0,00	0,00	0,00	0,00
15.		22.046,21	0,00	0,00	300.000,00	495.000,00
16. Tesouraria global (14 - 15)		499.455,44	285.409,46	628.886,76	528.613,92	60.062,91

Anexo 1: Balanço Funcional da Empresa LCB, Lda.

31 de Dezembro	10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
1. Capital próprio		908.739,24	1.155.757,49	1.224.953,17	1.288.540,17	1.319.143,15
2. Passivo não corrente		748.256,58	1.192.395,01	1.320.348,97	753.517,98	1.235.793,07
3. Capitais Permanentes (1+2)		1.656.995,82	2.348.152,50	2.545.302,14	2.042.058,15	2.554.936,22
4. Ativo não corrente		954.067,17	782.276,73	652.780,74	496.948,58	374.817,34
5. Fundo de Maneio (3 - 4)		702.928,65	1.565.875,77	1.892.521,40	1.545.109,57	2.180.118,88
6. Necessidades Financeiras Exploração						
Inventários		1.151.964,84	1.362.904,24	1.647.736,37	1.706.174,08	1.857.243,54
Clientes		508.204,00	725.882,55	941.407,23	814.389,68	758.298,33
Diferimentos		5.403,53	6.538,28	7.675,31	7.946,62	15.768,38
Estado e outros entes públicos		31.807,95	37.991,19	44.769,46	53.353,70	47.802,43
6.		1.697.380,32	2.133.316,26	2.641.588,37	2.581.864,08	2.679.112,68
7. Recursos Financeiros Exploração						
Fornecedores		453.960,60	725.325,68	831.954,20	687.079,34	872.771,40
Adiantamento de clientes		0,00	5.280,62	0,00	0,00	0,00
Estado e outros entes públicos		75.680,82	32.757,60	43.672,12	44.707,04	48.549,15
7.		529.641,42	763.363,90	875.626,32	731.786,38	921.320,55
8. Necessidades Fundo Maneio Exploração (6-7)		1.167.738,90	1.369.952,36	1.765.962,05	1.850.077,70	1.757.792,13
9. Necessidades Financeiras Extra-Exploração						
Acionistas/sócios		0,00	16.123,86	18.628,96	14.901,04	22.351,04
Outras contas a receber		332.866,78	537.211,61	606.848,61	356.531,86	530.004,92
9.		332.866,78	553.335,47	625.477,57	371.432,90	552.355,96
10. Recursos Financeiros Extra-Exploração						
Outras contas a pagar		171.097,97	182.347,44	223.357,97	163.620,03	176.293,70
Acionistas/sócios		0,00	0,00	5.280,62	5.280,62	5.280,62
10.		171.097,97	182.347,44	228.638,59	168.900,65	181.574,32
11. Necessidades Fundo Maneio Extra-Exploração (9-10)		161.768,81	370.988,03	396.838,98	202.532,25	370.781,64
12. Necessidades Fundo Maneio Total (8+11)		1.329.507,71	1.740.940,39	2.162.801,03	2.052.609,95	2.128.573,77
13. Tesouraria líquida (5-12)		-626.579,06	-175.064,62	-270.279,63	-507.500,38	51.545,11
Ativos financeiros						
Caixa e depósitos bancários		51.937,89	106.872,56	66.355,59	27.652,50	51.545,11
14.		51.937,89	106.872,56	66.355,59	27.652,50	51.545,11
Passivos financeiros						
Financiamentos obtidos		678.516,95	281.937,18	336.635,22	535.152,88	0,00
15.		678.516,95	281.937,18	336.635,22	535.152,88	0,00
16. Tesouraria global (14 - 15)		-626.579,06	-175.064,62	-270.279,63	-507.500,38	51.545,11

Anexo 1: Balanço Funcional da Empresa QM, Lda.

31 de Dezembro	10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
1. Capital próprio		224.406,79	352.778,96	521.703,47	549.291,81	560.815,19
2. Passivo não corrente		100.000,00	100.000,00	100.000,00	95.000,00	70.000,00
3. Capitais Permanentes (1+2)		324.406,79	452.778,96	621.703,47	644.291,81	630.815,19
4. Ativo não corrente		236.792,93	207.020,48	236.336,91	214.071,61	224.449,31
5. Fundo de Maneio (3 - 4)		87.613,86	245.758,48	385.366,56	430.220,20	406.365,88
6. Necessidades Financeiras Exploração						
Inventários		30.472,00	27.944,40	67.501,92	85.976,65	107.342,93
Clientes		531.390,54	606.040,26	735.941,51	717.539,02	721.105,38
Adiantamento a fornecedores		0,00	10.000,00	0,00	15.943,50	0,00
Diferimentos		3.908,24	638,09	1.853,22	4.255,49	3.873,57
Estado e Outros Entes Públicos		23.623,56	24.227,87	31.021,46	58.657,92	36.387,18
6.		589.394,34	668.850,62	836.318,11	882.372,58	868.709,06
7. Recursos Financeiros Exploração						
Fornecedores		252.628,52	357.420,51	0,00	289.058,99	273.995,43
Estado e Outros Entes Públicos		3.520,53	28.619,51	26.605,66	8.149,97	7.588,75
7.		256.149,05	386.040,02	26.605,66	297.208,96	281.584,18
8. Necessidades Fundo Maneio Exploração (6-7)		333.245,29	282.810,60	809.712,45	585.163,62	587.124,88
9. Necessidades Financeiras Extra-Exploração						
Outras contas a receber		19.695,34	24.624,21	11.527,17	0,00	0,00
9.		19.695,34	24.624,21	11.527,17	0,00	0,00
10. Recursos Financeiros Extra-Exploração						
Outras contas a pagar		135.800,30	102.368,53	118.804,80	117.529,20	123.013,50
Acionistas/sócios		58.238,08	24.041,95	34.257,14	1.911,78	4.257,47
Diferimentos		27.501,28	15.948,96	18.897,42	19.466,43	21.453,18
10.		221.539,66	142.359,44	171.959,36	138.907,41	148.724,15
11. Necessidades Fundo Maneio Extra-Exploração (9-10)		-201.844,32	-117.735,23	-160.432,19	-138.907,41	-148.724,15
12. Necessidades Fundo Maneio Total (8+11)		131.400,97	165.075,37	649.280,26	446.256,21	438.400,73
13. Tesouraria líquida (5-12)		-43.787,11	80.683,11	-263.913,70	-16.036,01	-32.034,85
14. Ativos financeiros						
Caixa e depósitos bancários		24.478,30	81.708,76	97.232,63	23.368,15	83.055,60
14.		24.478,30	81.708,76	97.232,63	23.368,15	83.055,60
15. Passivos financeiros						
Financiamentos obtidos		68.265,41	1.025,65	361.146,33	39.404,16	115.090,45
15.		68.265,41	1.025,65	361.146,33	39.404,16	115.090,45
16. Tesouraria global (14 - 15)		-43.787,11	80.683,11	-263.913,70	-16.036,01	-32.034,85

Anexo 1: Balanço Funcional da Empresa QT, SA.

31 de Dezembro	10³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
1. Capital próprio		2.091.868,05	2.096.130,63	2.124.682,35	2.165.143,99	2.162.185,94
2. Passivo não corrente		1.006.245,80	1.545.125,15	531.568,03	1.572.658,13	2.011.186,04
3. Capitais Permanentes (1+2)		3.098.113,85	3.641.255,78	2.656.250,38	3.737.802,12	4.173.371,98
4. Ativo não corrente		4.421.040,50	4.351.967,44	4.275.666,96	4.313.089,63	4.150.755,80
5. Fundo de Maneio (3 - 4)		-1.322.926,65	-710.711,66	-1.619.416,58	-575.287,51	22.616,18
6. Necessidades Financeiras de Exploração						
Inventários		346.485,41	300.734,76	304.213,42	386.890,41	586.753,79
Clientes		1.755.710,06	1.828.593,68	1.721.352,64	1.856.109,52	2.655.116,71
Adiantamento a fornecedores		1.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diferimentos		61.676,46	57.302,26	56.818,89	23.794,51	20.864,09
Estado e outros entes públicos		16.208,13	26.817,09	35.787,82	41.993,58	51.408,67
6.		2.181.080,06	2.213.447,79	2.118.172,77	2.308.788,02	3.314.143,26
7. Recursos Financeiros de Exploração						
Fornecedores		1.106.184,46	958.138,93	710.326,69	1.002.855,50	1.263.131,44
Adiantamento de Clientes		0,00	0,00	2.895,73	0,00	2.895,73
Estado e outros entes públicos		53.319,92	67.256,26	24.618,43	52.722,04	66.283,20
7.		1.159.504,38	1.025.395,19	737.840,85	1.055.577,54	1.332.310,37
8. Necessidades Fundo Maneio Exploração (6-7)		1.021.575,68	1.188.052,60	1.380.331,92	1.253.210,48	1.981.832,89
9. Necessidades Financeiras Extra-Exploração						
Outras contas a receber		545.281,31	292.833,32	292.045,44	329.192,13	195.080,04
Outros ativos financeiros		0,00	0,00	0,00	0,00	6.802,25
9.		545.281,31	292.833,32	292.045,44	329.192,13	201.882,29
10. Recursos Financeiros Extra-Exploração						
Outras contas a pagar		597.901,16	640.486,67	449.707,30	396.645,43	449.641,02
Diferimentos		679.141,17	387.169,47	299.432,50	322.365,14	279.638,40
10.		1.277.042,33	1.027.656,14	749.139,80	719.010,57	729.279,42
11. Necessidades Fundo Maneio Extra-Explor. (9-10)		-731.761,02	-734.822,82	-457.094,36	-389.818,44	-527.397,13
12. Necessidades Fundo Maneio Total (8+11)		289.814,66	453.229,78	923.237,56	863.392,04	1.454.435,76
13. Tesouraria líquida (5-12)		-1.612.741,31	-1.163.941,44	-2.542.654,14	-1.438.679,55	-1.431.819,58
14. Ativos Financeiros						
Caixa e depósitos bancários		216.492,60	190.479,65	131.671,14	153.803,87	137.100,99
14.		216.492,60	190.479,65	131.671,14	153.803,87	137.100,99
15. Passivos financeiros						
Financiamentos obtidos		1.829.233,91	1.354.421,09	2.674.325,28	1.592.483,42	1.568.920,57
15.		1.829.233,91	1.354.421,09	2.674.325,28	1.592.483,42	1.568.920,57
16. Tesouraria global (14 - 15)		-1.612.741,31	-1.163.941,44	-2.542.654,14	-1.438.679,55	-1.431.819,58

Anexo 1: Balanço Funcional da Empresa RG, Lda.

31 de Dezembro	10³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
1. Capital próprio		1.786.475,52	1.799.427,79	1.694.516,18	1.740.051,97	1.803.502,30
2. Passivo não corrente		0,00	164.713,21	25.483,72	401.828,18	1.128.458,98
3. Capitais Permanentes (1+2)		1.786.475,52	1.964.141,00	1.719.999,90	2.141.880,15	2.931.961,28
4. Ativo não corrente		1.650.546,43	1.387.519,34	1.248.955,99	1.024.987,24	829.090,75
5. Fundo de Maneio (3 - 4)		135.929,09	576.621,66	471.043,91	1.116.892,91	2.102.870,53
6. Necessidades Financeiras Exploração						
Inventários		298.633,45	204.010,53	509.799,83	231.573,39	284.551,29
Clientes		778.292,36	602.234,37	499.136,30	646.952,30	709.681,14
Estado e outros entes públicos		55.288,52	1.450,59	18.999,23	7.078,52	12.968,96
6.		1.132.214,33	807.695,49	1.027.935,36	885.604,21	1.007.201,39
7. Recursos Financeiros Exploração						
Fornecedores		141.628,18	72.541,75	78.818,51	52.780,22	76.917,62
Estado e outros entes públicos		27.129,79	16.559,77	13.790,00	30.114,45	36.319,58
7.		168.757,97	89.101,52	92.608,51	82.894,67	113.237,20
8. Necessidades Fundo de Maneio Exploração (6-7)		963.456,36	718.593,97	935.326,85	802.709,54	893.964,19
9. Necessidades Financeiras Extra-Exploração						
Acionistas/sócios		21.242,56	22.155,15	22.879,84	22.879,84	39.536,74
Outras contas a receber		25.665,45	22.390,09	36.309,14	475.872,23	481.105,88
9.		46.908,01	44.545,24	59.188,98	498.752,07	520.642,62
10. Recursos Financeiros Extra-Exploração						
Outras contas a pagar		89.558,65	70.606,80	138.837,19	83.364,82	58.148,36
Diferimentos		413.702,09	372.503,85	325.955,91	276.260,23	48.431,40
Acionistas/sócios		75.000,00	0,00	27.634,52	27.634,52	9.962,32
10.		578.260,74	443.110,65	492.427,62	387.259,57	116.542,08
11. Necessidades Fundo Maneio Extra-Exploração (9-10)		-531.352,73	-398.565,41	-433.238,64	111.492,50	404.100,54
12. Necessidades Fundo Maneio Total (8+11)		432.103,63	320.028,56	502.088,21	914.202,04	1.298.064,73
13. Tesouraria líquida (5-12)		-296.174,54	256.593,10	-31.044,30	202.690,87	804.805,80
14. Ativos financeiros						
Caixa e depósitos bancários		282.997,09	360.092,78	176.646,43	202.690,87	804.805,80
14.		282.997,09	360.092,78	176.646,43	202.690,87	804.805,80
15. Passivos financeiros						
Financiamentos obtidos		579.171,63	103.499,68	207.690,73	0,00	0,00
15.		579.171,63	103.499,68	207.690,73	0,00	0,00
16. Tesouraria global (14 - 15)		-296.174,54	256.593,10	-31.044,30	202.690,87	804.805,80

ANEXO 2
DEMONSTRAÇÕES GVR

Anexo 2: Demonstração GVR da Empresa AA, Lda.

31 de Dezembro	10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados		2.336.260,85	2.441.001,79	2.948.281,97	3.254.063,56	3.219.995,58
Volume de atividade		2.336.260,85	2.441.001,79	2.948.281,97	3.254.063,56	3.219.995,58
Varição nos inventários da produção		281.255,00	98.695,00	-354.310,90	31.537,80	187.336,10
Outros rendimentos e ganhos		27.290,38	36.651,57	31.056,18	14.072,49	12.866,15
Rendimentos Operacionais		2.644.806,23	2.576.348,36	2.625.027,25	3.299.673,85	3.420.197,83
Gastos variáveis						
Custo merc. vendas e mater. consumidas		-1.422.609,22	-1.290.280,12	-1.484.324,86	-2.468.676,40	-2.405.480,12
Fornecimentos e serviços externos		-396.866,66	-409.328,67	-425.076,68	-454.309,11	-443.684,25
		-1.819.475,88	-1.699.608,79	-1.909.401,54	-2.922.985,51	-2.849.164,37
Margem bruta		825.330,35	876.739,57	715.625,71	376.688,34	571.033,46
Gastos fixos						
Gastos com o pessoal		-531.872,98	-561.010,44	-601.942,30	-578.717,75	-604.029,48
Outros gastos e perdas		-8.214,19	-24.246,64	-28.557,55	-24.124,05	-20.794,85
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.		-212.690,12	-176.008,01	-152.521,98	-97.956,39	-79.793,34
		-752.777,29	-761.265,09	-783.021,83	-700.798,19	-704.617,67
Resultado Operacional		72.553,06	115.474,48	-67.396,12	-324.109,85	-133.584,21
Juros e rendimentos similares obtidos		4.668,59	4.258,64	5.735,38	11.143,05	2.786,39
Juros e gastos similares suportados		-10.747,67	-9.091,69	-2.016,15	-4.396,38	-44.954,97
Resultado Antes de Impostos		66.473,98	110.641,43	-63.676,89	-317.363,18	-175.752,79
Imposto sobre o rendimento do período		-21.254,00	-29.346,30	-2.162,35	-2.935,64	-3.319,42
Resultado Líquido do Período		45.219,98	81.295,13	-65.839,24	-320.298,82	-179.072,21
Dividendos		n.d.	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado Líquido do Período Retido		n.d.	81.295,13	-65.839,24	-320.298,82	-179.072,21

Anexo 2: Demonstração GVR da Empresa LCB, Lda.

31 de Dezembro	10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados		2.538.417,36	2.921.842,44	3.520.596,58	2.977.679,99	3.002.268,38
Volume de atividade		2.538.417,36	2.921.842,44	3.520.596,58	2.977.679,99	3.002.268,38
Varição nos inventários da produção		164.286,73	207.608,83	266.857,97	36.700,00	169.887,88
Outros rendimentos e ganhos		150.545,10	130.522,05	0,00	16.200,00	833,33
Rendimentos Operacionais		2.853.249,19	3.259.973,32	3.787.454,55	3.030.579,99	3.172.989,59
Gastos variáveis						
Custo merc. vendas e mater. consumidas		-2.044.582,96	-2.395.218,41	-2.792.636,90	-2.129.165,94	-2.349.974,91
Fornecimentos e serviços externos		-183.130,01	-222.581,19	-270.537,52	-238.977,69	-213.417,15
		-2.227.712,97	-2.617.799,60	-3.063.174,42	-2.368.143,63	-2.563.392,06
Margem bruta		625.536,22	642.173,72	724.280,13	662.436,36	609.597,53
Gastos fixos						
Gastos com o pessoal		-185.640,49	-230.749,50	-313.105,95	-301.633,02	-321.885,38
Outros gastos e perdas		-23.969,29	-24.486,23	-19.883,76	-10.483,84	-17.758,22
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.		-207.547,95	-183.784,56	-178.694,65	-164.784,12	-145.600,39
		-417.157,73	-439.020,29	-511.684,36	-476.900,98	-485.243,99
Resultado Operacional		208.378,49	203.153,43	212.595,77	185.535,38	124.353,54
Juros e rendimentos similares obtidos		52,99	109,51	89,29	26,68	29,35
Juros e gastos similares suportados		-191.297,96	-171.744,69	-133.464,56	-105.733,57	-83.965,18
Resultado Antes de Impostos		17.133,52	31.518,25	79.220,50	79.828,49	40.417,71
Imposto sobre o rendimento do período		0,00	0,00	-10.024,82	-16.241,49	-9.814,73
Resultado Líquido do Período		17.133,52	31.518,25	69.195,68	63.587,00	30.602,98
Dividendos		n.d.	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado Líquido do Período Retido		n.d.	31.518,25	69.195,68	63.587,00	30.602,98

Anexo 2: Demonstração GVR da Empresa QM, Lda.

31 de Dezembro	10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados		966.934,79	1.221.107,31	1.381.998,20	1.076.521,36	1.012.068,05
Volume de atividade		966.934,79	1.221.107,31	1.381.998,20	1.076.521,36	1.012.068,05
Subsídios à exploração		16.584,89	33.586,23	5.553,84	7.292,79	7.547,45
Variação nos inventários da produção		7.280,00	-2.743,99	14.783,46	32.647,25	17.877,00
Outros rendimentos e ganhos		12.613,01	13.064,03	6.176,40	2.674,06	1.800,97
Rendimentos Operacionais		1.003.412,69	1.265.013,58	1.408.511,90	1.119.135,46	1.039.293,47
Gastos variáveis						
Custo merc. vendas e mater. consumidas		-561.374,02	-712.296,72	-782.921,14	-632.357,96	-589.651,49
Fornecimentos e serviços externos		-181.979,72	-174.542,37	-176.962,09	-185.927,79	-187.611,85
		-743.353,74	-886.839,09	-959.883,23	-818.285,75	-777.263,34
Margem bruta		260.058,95	378.174,49	448.628,67	300.849,71	262.030,13
Gastos fixos						
Gastos com o pessoal		-98.082,83	-125.100,14	-146.594,35	-190.424,21	-171.907,65
Imparidade de dívidas a receber		0,00	-4.402,82	0,00	0,00	0,00
Outros gastos e perdas		-2.552,06	-4.362,24	-7.177,75	-16.769,21	-3.104,47
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.		-62.046,19	-68.219,59	-70.787,82	-52.837,72	-62.014,87
		-162.681,08	-202.084,79	-224.559,92	-260.031,14	-237.026,99
Resultado Operacional		97.377,87	176.089,70	224.068,75	40.818,57	25.003,14
Juros e rendimentos similares obtidos		397,70	208,21	107,72	441,74	263,40
Juros e gastos similares suportados		-9.428,83	-6.079,70	-4.308,97	-3.194,69	-5.898,94
Resultado Antes de Impostos		88.346,74	170.218,21	219.867,50	38.065,62	19.367,60
Imposto sobre o rendimento do período		-24.711,46	-41.846,04	-50.942,99	-10.477,28	-7.844,22
Resultado Líquido do Período		63.635,28	128.372,17	168.924,51	27.588,34	11.523,38
Dividendos		n.d.	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado Líquido do Período Retido		n.d.	128.372,17	168.924,51	27.588,34	11.523,38

Anexo 2: Demonstração GVR da Empresa QT, Lda.

31 de Dezembro	10 ³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados		4.543.647,40	4.633.089,80	4.657.095,69	5.023.687,22	6.262.119,89
Volume de atividade		4.543.647,40	4.633.089,80	4.657.095,69	5.023.687,22	6.262.119,89
Subsídios à exploração		3.141,31	17.043,11	11.917,99	7.956,52	2.664,39
Variação nos inventários da produção		125.048,29	-55.141,37	10.335,08	66.658,73	178.690,63
Outros rendimentos e ganhos		66.054,01	90.803,30	62.631,79	28.975,25	106.069,59
Rendimentos Operacionais		4.737.891,01	4.685.794,84	4.741.980,55	5.127.277,72	6.549.544,50
Gastos variáveis						
Custo merc. vendas e mater. consumidas		-3.109.639,88	-2.890.050,51	-2.882.534,77	-3.114.825,57	-4.220.132,72
Fornecimentos e serviços externos		-330.252,59	-371.389,41	-443.660,90	-476.794,84	-492.790,41
		-3.439.892,47	-3.261.439,92	-3.326.195,67	-3.591.620,41	-4.712.923,13
Margem bruta		1.297.998,54	1.424.354,92	1.415.784,88	1.535.657,31	1.836.621,37
Gastos fixos						
Gastos com o pessoal		-328.296,73	-366.946,81	-420.557,86	-442.160,99	-462.446,91
Provisões		0,00	0,00	0,00	0,00	-150.000,00
Outros gastos e perdas		-495.099,20	-588.999,65	-545.415,37	-614.073,91	-808.861,73
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.		-195.492,04	-182.912,25	-197.341,22	-182.124,48	-192.374,81
		-1.018.887,97	-1.138.858,71	-1.163.314,45	-1.238.359,38	-1.613.683,45
Resultado Operacional		279.110,57	285.496,21	252.470,43	297.297,93	222.937,92
Juros e rendimentos similares obtidos		3.641,50	8.587,32	4.141,22	3.416,48	2.171,59
Juros e gastos similares suportados		-236.791,73	-258.353,25	-226.698,57	-254.948,86	-175.345,56
Resultado Antes de Impostos		45.960,34	35.730,28	29.913,08	45.765,55	49.763,95
Imposto sobre o rendimento do período		-2.750,00	-1.213,05	-1.361,36	-5.303,91	-6.300,00
Resultado Líquido do Período		43.210,34	34.517,23	28.551,72	40.461,64	43.463,95
Dividendos		n.d.	-30.254,65	0,00	0,00	-46.422,00
Resultado Líquido do Período Retido		n.d.	4.262,58	28.551,72	40.461,64	-2.958,05

Anexo 2: Demonstração GVR da Empresa RG, Lda.

31 de Dezembro	10³ EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Vendas e serviços prestados		2.708.439,30	2.488.537,48	1.995.554,90	2.543.517,08	2.545.870,17
Volume de atividade		2.708.439,30	2.488.537,48	1.995.554,90	2.543.517,08	2.545.870,17
Variação nos inventários da produção		60.368,64	-124.800,81	282.158,61	-285.202,03	46.621,44
Outros rendimentos e ganhos		65.462,04	199.470,23	104.257,91	71.806,36	232.161,53
Rendimentos Operacionais		2.834.269,98	2.563.206,90	2.381.971,42	2.330.121,41	2.824.653,14
Gastos variáveis						
Custo merc. vendidas e mater. consumidas		-1.812.513,05	-1.563.145,22	-1.478.561,00	-1.326.774,36	-1.778.894,72
Fornecimentos e serviços externos		-261.038,80	-339.194,45	-345.351,25	-344.560,97	-336.648,60
		-2.073.551,85	-1.902.339,67	-1.823.912,25	-1.671.335,33	-2.115.543,32
Margem bruta		760.718,13	660.867,23	558.059,17	658.786,08	709.109,82
Gastos fixos						
Gastos com o pessoal		-335.952,19	-337.723,19	-333.989,24	-306.633,91	-308.619,43
Outros gastos e perdas		-25.857,67	-20.984,98	-33.808,41	-17.815,27	-32.968,08
Gastos/reversões de deprec. e de amortizaç.		-346.498,39	-234.207,21	-237.239,56	-226.814,54	-222.264,79
		-708.308,25	-592.915,38	-605.037,21	-551.263,72	-563.852,30
Resultado Operacional		52.409,88	67.951,85	-46.978,04	107.522,36	145.257,52
Juros e rendimentos similares obtidos		255,85	1.954,45	749,51	1.356,34	8.010,23
Juros e gastos similares suportados		-60.526,71	-50.236,05	-54.543,49	-56.602,56	-71.875,43
Resultado Antes de Impostos		-7.860,98	19.670,25	-100.772,02	52.276,14	81.392,32
Imposto sobre o rendimento do período		-1.617,44	-6.717,98	-4.139,59	-6.740,35	-17.941,99
Resultado Líquido do Período		-9.478,42	12.952,27	-104.911,61	45.535,79	63.450,33
Dividendos		n.d.	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado Líquido do Período Retido		n.d.	12.952,27	-104.911,61	45.535,79	63.450,33